

BØRSKLAGENEMNDEN – SAK 1/2016

Avgjørelse 24. oktober 2016 av klage fra Sandnes Sparebank over Oslo Børs ASAs vedtak 24. august 2016 om å ilegge overtredelsesgebyr etter verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd jf. § 15-1 og verdipapirforskriften § 13-1 for brudd på plikten til å melde innsideinformasjon til markedet etter verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd.

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Oslo Børs ASA («**Oslo Børs**» eller «**børsen**») fattet 24. august 2016 slikt vedtak:

«For brudd på plikten til å melde innsideinformasjon til markedet etter verdipapirhandelloven § 5-2 (1), ilegges Sandnes Sparebank et overtredelsesgebyr på fire ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 658.400,- kroner, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd og § 15-1, jf. verdipapirforskriften § 13-1».

Sandnes Sparebank («**banken**», «**selskapet**» eller «**klager**») påklaget vedtaket i brev 7. september 2016. Klagen er rettidig fremsatt.

Oslo Børs har ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble ved brev 26. september 2016 oversendt Børsklagenemnden for behandling sammen med børsens merknader til klagen, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Klager innga tilleggsbemerkning til klagen 6. oktober 2016.

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

2. Om selskapet

Sandnes Sparebank er en selvstendig sparebank med hovedkontor i sentrum av Sandnes kommune og har i tillegg kontorer i Stavanger og Oslo. Banken tilbyr et bredt spekter av bank- og investeringsprodukter til person- og næringslivsmarkedet, samt eiendomsmegling gjennom datterselskap. Banken har ca. 50.000 kunder, hvorav 45.000 er privatkunder og 5.000 er næringslivskunder. Konsernet hadde siste årsskifte 140 årsverk.

Sandnes Sparebank ble notert på Oslo Børs 27. oktober 1995, og egenkapitalbevisene handles under ticker «SADG». Før gjennomføring av den foreslåtte fortrinnsemisjonen (se under) hadde banken utstedt til sammen 7.105.811 egenkapitalbevis, som inkluderer en beholdning på 38.150 egne egenkapitalbevis. Ved årsskiftet var det registrert 2.068 eiere av bankens egenkapitalbevis. Det ble omsatt ca. 203.000 egenkapitalbevis gjennom børsens handelssystem i fjerde kvartal 2015 til en verdi av NOK 16,1 millioner fordelt på 168 handler. Tilsvarende omsetning i første kvartal 2016 var ca. 132.000 egenkapitalbevis til en verdi av NOK ca. 8,8 millioner fordelt på 173 handler.

3. Bakgrunn

3.1 Sakens bakgrunn

Kvartalsrapport for Q4 – 26. februar:

Den 26. februar 2016, før børsåpning, offentliggjorde Sandnes Sparebank delårsrapport for 4. kvartal 2015¹. I børsmeldingen angis følgende hovedpunkter:

«Økt soliditet, og rustet for fremtiden

Hovedpunkter fjerde kvartal 2015

- Resultat før skatt ble 5,0 (11,8) millioner kroner
- Rentemarginen ble 1,56 % (1,71 %)
- Rentenettoen ble 111,9 (123,6) millioner kroner
- Totale kostnader ble 97,6 (87,8) millioner kroner
- Verdiutvikling på finansielle instrumenter utgjorde -8,7 (-15,3) millioner kroner
- Tap og nedskrivninger utgjorde 17,8 (29,6) millioner kroner, hvorav gruppenedskrivninger utgjorde 9,4 (5,3) millioner kroner
- Til tross for svakere makroutvikling, er det en positiv utvikling i tapsutsatte engasjement
- Egenkapitalavkastningen ble 0,9 % (2,2 %) før skatt, og 2,0 % (1,1 %) etter skatt.
- Innskuddsdekningen for konsernet ble 49,7 % (59,9 %), og for morbanken 71,4 % (83,9 %)
- Kjernekapitaldekningen ble 14,7 % (13,2 %)
- Ren kjernekapitaldekning ble 13,0 % (12,0 %)
- Forventninger om økte andre inntekter, og vesentlig kostnadsreduksjon i 2016.

Tallstørrelser i parentes gjelder tilsvarende periode i 2014».

Uttalelsene relatert til utvikling i tapsutsatte engasjementer og forventningene om økte andre inntekter og vesentlige kostnadsreduksjoner i 2016, er identiske med tilsvarende uttalelser gjengitt i 3. kvartalsrapporten som var offentliggjort 6. november 2015.

Videre angis det i fjerdekvartalsrapporten (side 7) og i medfølgende presentasjon (plansje 19) at banken hadde besluttet å øke målsetningen for ren kjernekapital til 14 % innen utgangen av 2016 og til 14,5 % innen utgangen av 2017 (fra 13,0 % per utgangen av 2015), samt at det ikke var planlagt noen emisjon for å oppnå målsetningene om kapitaldekning.

Under et eget punkt om «Utsikter» opplyses blant annet at 2015 hadde vært et utfordrende år for næringslivet i regionen, at 2016 også ville bli utfordrende og at det var forventet at tapsavsetninger ville øke.

¹ Børsmelding av 26.02.2016 (resultat for 4. kvartal 2015)

Etter børsmeldingen var det liten bevegelse i kursen til egenkapitalbeviset, og det ble gjennomført kun fire handler denne dagen. I de seks påfølgende handelsdagene steg kursen fra NOK 60 til NOK 71,25 (dvs. ca. 19 %). Denne kursoppgangen var trolig påvirket av at to primærinnsidere i banken kjøpte egenkapitalbevis hhv. den 3. og 4. mars. I den etterfølgende perioden fra 7. mars tom. 20. april lå kursen relativt stabilt mellom NOK 66,5 og 72,5. I perioden 26. februar tom. 20. april ble det gjennomført totalt 85 handler til en verdi av ca. NOK 6,0 millioner gjennom børsens handelssystem².

Utsatt offentliggjøring – 18. mars

Ifølge vedtaket ble Oslo Børs den 18. mars, ca. kl. 12:30, informert av bankens juridiske rådgiver per telefon om at banken var, eller var i ferd med, å komme i en innsideposisjon. I etterkant av telefonsamtalen ble følgende loggført i børsens lukkede saksbehandlingssystem:

«Informert om at de er eller er i ferd med å komme i en innsideposisjon. Sandnes Sparebank har utfordringer på engasjementssiden. Dette innebærer at de vurderer om det er behov for nedskrivninger, evt. gjøre grep med overføring (flytte ut av balansen), emisjon, evt. kombinasjon av dette. Tidsplan: En milepæl er offentliggjøring av årsrapporten 20. april. Må ha noe klart innen den tid. Eksternt har de involvert Schjødt og Fondsfinans. De fører innsidelister.»

Videre oppdaterte bankens juridiske rådgiver børsen per telefon den 15. april. Følgende ble ifølge vedtaket logget i Børsens lukkede saksbehandlingssystem:

«[XX] ringte inn og informerte om at det går mot en fortrinnsrettsemisjon på 350 mill. Man er nå i ferd med å bygge opp et garantikonsortium og sikter mot en børsmelding 21. april.»

Offentliggjøring av tap og emisjon – 21. april

Den 19. april kl. 12:35 offentliggjorde Sandnes Sparebank at kvartalsrapporten for 1. kvartal 2016 fremskyndes fra 10. mai til 21. april. Det fremkom herunder av meldingen at «Årsaken til denne endringen er at rapporteringen har gått raskere enn først antatt».

Den 21. april offentliggjorde banken fem børsmeldinger mellom kl. 08:00 og kl. 08:06 med følgende titler:

- Økte nedskrivninger for 2015 og styrket egenkapital gjennom fullgarantert fortrinnsrettsemisjon³
- Nøkkelinformasjon ved fortrinnsrettsemisjon i Sandnes Sparebank⁴
- Endelig (korrigert) årsregnskap for 2015 er behandlet i bankens styre⁵
- Resultat 1. kvartal 2016⁶
- Presentasjon av resultatet per 1. kvartal 2016⁷

² Utskrift fra Børsens overvåkingssystem SMARTS 26.02.2016 – 20.04.2016

³ Børsmelding av 21.04.2016 kl. 08:00 (økte nedskrivninger, endring av 2015 regnskapet og emisjon)

⁴ Børsmelding av 21.04.2016 kl. 08:01 (nøkkelinformasjon ved fortrinnsrettsemisjon)

⁵ Børsmelding av 21.04.2016 kl. 08:03 (bekrefter at styret har godkjent årsregnskapet for 2015 og opplysning om at styret ikke vil foreslå utbetaling av utbytte for 2015)

⁶ Børsmelding av 21.04.2016 kl. 08:05 (resultat for 1. kvartal 2016 og presentasjon vedlagt)

Noe senere samme dag, kl. 15:13, ble også styrets beretning, årsregnskap og revisjonsberetning for 2015 offentliggjort⁸.

Etter børsmeldingene falt kursen på bankens egenkapitalbevis kraftig, og ved børs slutt 21. april var kursen ned ca. 22,5 % (sluttkurs på NOK 55) sammenliknet med offisiell sluttkurs 20. april (NOK 71 som var satt på grunnlag av siste handel 19. april da det ikke ble utført handel 20. april). Handelsvolum gjennom dagen var også betydelig høyere enn hva som er normalt for instrumentet. Totalt ble det gjennomført 109 handel til en verdi av om lag NOK 3,3 millioner den 21. april⁹. I den påfølgende uken lå kursen relativt stabilt rundt NOK 56.

Fra den førstnevnte børsmeldingen siteres;

«Styret i Sandnes Sparebank har besluttet å endre det foreløpige regnskapet for 2015 som følge av økte nedskrivninger knyttet til to av bankens engasjementer. Nedskrivningene skyldes hendelser knyttet til avtaler og kontrakter som inntraff etter fremleggelsen av foreløpige tall for fjerde kvartal 2015. Totale nedskrivninger vil beløpe seg til NOK 154 millioner og føres som en del av 2015 resultatet.

[...]

Nedskrivningene medfører at ren kjernekapitaldekning for konsernet reduseres fra rapportert 13,0% til 12,1%.

Styret i Sandnes Sparebank foreslår overfor forstanderskapet å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon med bruttoproveny på NOK 350 millioner. Den foreslåtte emisjonen er garantert fulltegnet av et garantikonsortium bestående av [eksisterende egenkapitalbevisiere og andre investorer], og vil etter planen bli gjennomført innen utgangen av andre kvartal 2016.

[...]»

3.2 Børsens undersøkelser

Markedsovervåkingen ved Oslo Børs besluttet kort tid etter at børsmeldingene ble publisert 21. april å foreta en gjennomgang av bankens forutgående kommunikasjon til markedet, og rettet deretter en formell henvendelse til banken 22. april, hvor banken ble bedt om å redegjøre for nærmere angitte forhold. I etterkant av dette rettet børsen flere henvendelser til selskapet for å innhente ytterligere dokumentasjon og for å klargjøre enkelte deler av faktum.

Oslo Børs har i sakens anledning sendt følgende henvendelser til Sandnes Sparebank:

- Forespørsel av 22. april 2016¹⁰
- Forespørsel av 11. mai 2016¹¹
- Underretning om saksforberedelse 7. juni 2016¹²
- Forespørsel av 10. juni 2016¹³

⁷ Børsmelding av 21.04.2016 kl. 08:06 (invitasjon til presentasjon samme dag kl. 14:00)

⁸ Børsmelding av 21.04.2016 kl. 15:13 (styrets forslag til revidert årsrapport)

⁹ Utskrift fra Børsens overvåkingssystem SMARTS 19.04.2016 – 21.04.2016

¹⁰ Oslo Børs e-post av 22.04.2016 (første forespørsel til selskapet)

¹¹ Oslo Børs e-post av 11.05.2016 (forespørsel om oversendelse av styreprotokoller mv., samt opplysninger om etablering av garantikonsortium)

¹² Oslo Børs e-post av 07.06.2016 (selskapet ble varslet om mulig overtredelse av informasjonsplikten)

¹³ Oslo Børs e-post av 10.06.2016 (forespørsel vedr. løpende vurdering av tapsavsetninger/nedskrivninger)

Børsen mottok følgende svar på de ovennevnte forespørsler:

- Svar av 6. mai 2016 (etter utsatt frist fra opprinnelig 29. april)¹⁴
- Svar av 23. mai 2016 (etter utsatt frist fra 20. mai)¹⁵
- Redegjørelse av 16. juni 2016¹⁶
- Svar av 20. juni 2016¹⁷

Børsens foreløpige syn på saken ble oversendt 24. juni 2016 for kontradiksjon, med forhåndsvarsel om mulig sanksjon (varsel om vedtak, jf. forvaltningslovens § 16). Børsen mottok selskapets tilsvarende 8. august 2016¹⁸.

3.3 Nærmere om hendelsesforløpet

Basert på informasjon innhentet fra banken i forbindelse med børsens undersøkelser, gir børsen i vedtaket en nærmere beskrivelse av hendelsene i tilknytning til de to engasjementene som resulterte i tapsavsetninger og nedskrivninger.

7. mars – foreløpig vurdering av behov for tapsavsetning

På bakgrunn av hendelsene beskrevet i børsens vedtak var selskapets foreløpige vurdering at det kunne bli behov for ytterligere tapsavsetninger og som en konsekvens av dette behov for en emisjon for å nå bankens målsetninger mht. kapitaldekning. Banken opprettet en prosjektlister 7. mars kl. 09:00 med oversikt over hvem som mottok informasjon om hendelsene.

Rapport til styremøte 14. mars

I administrerende direktørs rapport utarbeidet til styremøtet avholdt 14. mars adresseres ulike elementer vedrørende de to hendelsene under punktet «Tapsutsatte engasjement» som nærmere redegjort for i børsens vedtak punkt 3.3.1

Styremøte 14. mars – høy sannsynlighet for nye tap og vurdering av emisjon

Administrasjonen ga styret i banken en kort presentasjon. Det ble opplyst at banken med høy sannsynlighet ville bli påført høyere tap enn hva man tidligere hadde lagt til grunn (jf. tapsavsetningene i Q4-rapporten). Administrasjonen i banken uttalte at det burde vurderes å øke tapsavsetningene og vurdere å gjennomføre en emisjon. Innholdet i styremøteprotokollen er nærmere omtalt i børsens vedtak.

Banken har opplyst at de fra og med 14. mars av forsiktighetsgrunner opprettet innsideliste. Ansatte i Fondsfinans er også oppført på innsidelisten, og førte i tillegg egen innsideliste fra denne dato.

¹⁴ Brev av 06.05.2016 oversendt per e-post (selskapets svar på Børsens e-post av 22.04.2016)

¹⁵ Brev av 23.05.2016 oversendt per e-post (oversendelse av styreprotokoller, mv.)

¹⁶ Brev av 16.06.2016 oversendt per e-post (oversendelse av ytterligere dokumentasjon for å belyse saken)

¹⁷ Brev av 20.06.2016 oversendt per e-post (nærmere redegjørelse for tapsestimater)

¹⁸ Brev av 08.08.2016 oversendt per e-post (tilsvarende på forhåndsvarsel om mulig sanksjon)

17. mars - møte med Fondsfinans – handlingsalternativer og kapitalbehov

Det ble avholdt et møte med Fondsfinans for å drøfte situasjon og handlingsalternativer. Basert på administrasjonens foreløpige intervaller for mulige tapsavsetninger anslo Fondsfinans et egenkapitalbehov på NOK 200-300 millioner som skulle hentes gjennom fortrinnsrettsemisjon eller rettet emisjon med påfølgende reparasjonsemisjon.

18. mars – underhåndenvarsel

Oslo Børs mottok underhåndenvarsel og Pareto Securities ble engasjert som finansiell rådgiver (i tillegg til Fondsfinans).

Uken etter påske

Arbeidet med å analysere og vurdere avsetningsbehov fortsatte (basert på behandling i styremøte 14. mars og møtet med Fondsfinans 17. mars), samt at det fant sted dialog med selskapets revisor. Sistnevnte ledet frem til at Deloitte den 30. mars etterspurte «nærmere redegjørelse for bankens foreløpige vurderinger av tapsavsetningene knyttet til emisjonsarbeidet» og ba om oppdaterte tapsnotater for de to engasjementene.

29. mars – due diligence

Juridisk (v/Thommessen) og finansiell (v/KPMG) due diligence- prosess startet som ledd i forberedelse til emisjon. Som del av due diligence-undersøkelsene skulle KPMG gjennomgå bankens største engasjementer, herunder de to engasjementene som omtalt over og «bankens indikerte avsetninger knyttet til disse.»

30. mars - møte med finansielle rådgivere (Fondsfinans og Pareto) – tapsanslag og størrelse på emisjon

Fra selskapets redegjørelse av 6. mai fremgikk at det som grunnlag for beregning av bankens kapitalbehov ble estimert et tapsanslag på NOK 155 millioner knyttet til to de ovennevnte engasjementene, og det mulige emisjonsprovenyet ble oppjustert til NOK 350-375 millioner. Det ble også lagt til grunn som en forutsetning i emisjonsarbeidet at tapsavsetningene skulle tas i 2015-regnskapet. Det ble fremlagt en tidsplan for gjennomføring av emisjonen med sikte på offentliggjøring 21. april 2016, der det blant annet var lagt opp til at presentasjon for garantister skulle være klar 8. april 2016.

Av Pareto/Fondsfinans presentasjon¹⁹ fulgte det at (Plansje 3):

- «NOK 350 - 375m i ny EK sikrer 14,5% ren kjerne per 2015 etter tap
- Ved å inkludere gavefondet blir eierbrøk 55,7% per 2015 (57,2%)
 - Tapsanslag på 155 millioner føres på 2015 regnskapet (antatt morbank)
 - Eierandelskapitalen tar minimalt av negativt årsresultat
 - Økning i eierbrøk forut for emisjon
 - Målsetting om 14,5% ren kjerne på korrigert 2015 resultat gir behov for anslagsvis NOK 350 - 375m i ny egenkapital, avhengig av hvorvidt man tar hensyn til utsatt skattefordel eller ei»

¹⁹ Prosjekt Sunray – Kick off - Presentasjon datert 30.03.2016, utarbeidet av Pareto Securities AS og Fondsfinans

Plansje 4-10 drøfter karakteristika og fordeler vs. ulemper ved hhv. fortrinnsretts-emisjon og rettet emisjon (inkl. reparasjonsemisjon).

Plansje 12-15 beskriver plan for emisjonsprosessen, inkludert bl.a. tidsplan og ansvarsfordeling. Det legges fremdeles opp til offentliggjøring av emisjonen samtidig med årsrapporten 20. april. Herunder anbefales det å fremskynde kvartalsrapporten for 1. kvartal 2016. Fra plansje 12 følger det at:

«Annonsering av gode kvartalstall samtidig som offentliggjøring (20. april) vil veie opp for noen av de negative markedsreaksjonene som vil oppstå som følge av emisjonsannonseringen»

Selskapet presiserte i sitt brev av 16. juni at emisjonsforberedelsen ble gjennomført parallelt med bankens vurderinger av avsetninger og emisjonsbehov og at «de detaljerte tallstørrelser og tidslinjer i presentasjonen av 30. mars 2016 hadde følgelig på dette stadium ingen forankring i bankens beslutningsprosesser».

4. april - ekstraordinært styremøte – tapsavsetninger og emisjon

Pareto/Fondsfinans presentasjon av 30. mars ble fremlagt. Av innkallingen fremkommer at kun én sak er til behandling; «Orientering om fremdrift – endelig årsregnskap 2015». Av protokollen fremkommer kun «Styret ble orientert om muligheten for økte tapsavsetninger for regnskapsåret 2015, samt arbeidet med å forberede en eventuell emisjon. Styret ber om at administrasjonen arbeider videre langs den linjen som er skissert og prosessen som er satt i gang».

12. april – drøftelser adm. dir og styreleder om emisjon

Mulig emisjon og størrelse ble drøftet mellom bankens styreleder og administrerende direktør, hvor det blant annet ble nevnt at en emisjon burde være minst NOK 325 millioner.

14. april – oppdaterte tapsnotater fra banken til revisor

Banken oversendte oppdaterte tapsnotater til Deloitte. Her fremkommer ytterligere tapsavsetninger for de to ovennevnte engasjementene på samlet NOK 154,4 millioner, altså nesten identisk med det estimerte tapsanslaget på NOK 155 millioner som var grunnlag for Fondsfinans/Pareto sitt forslag til mulig emisjonsproveny presentert 30. mars. Bankens tapsvurderinger knyttet seg både til de nye omstendighetene som oppsto i begynnelsen av mars 2016 og utviklingen etter dette.

I etterkant av oversendelsen av tapsnotatene var det flere diskusjoner mellom Deloitte og banken angående avsetningenes størrelse. Det ble i denne forbindelse blant annet diskutert om avsetningene knyttet til det ene av ovennevnte engasjementer i regnskapene burde være noe lavere enn det administrasjonen hadde lagt til grunn i arbeidet med emisjonen.

15. april - finansiell due diligence rapport

Banken mottok første utkast til finansiell due diligence rapport. Rapporten uttrykte at vurderingene av engasjementene fremstod som fornuftige, men at det var risiko for at avsetningene kunne øke for det ene og at det for det andre av ovennevnte engasjementer muligens kunne realiseres høyere verdier.

Etter justert tidsplan la tilretteleggerne opp til å starte arbeidet med å innhente tegninger i et garantikonsortium for fortrinnsrettsemisjon 15. april (mot tidligere 8. april). Dette ble imidlertid ytterligere utsatt fordi det pågikk diskusjoner knyttet til nedskrivningsbehov på andre engasjementer i første kvartal 2016. Mandatavtale med finansielle tilretteleggere ble signert. Børsen ble varslet under hånden.

19. april – fremskyndelse av Q1-rapport

Børsmelding om at Q1-rapport fremskyndes fra 10. mai til 21. april. Fondsfinans og Pareto startet arbeidet med å innhente tegninger i garantikonsortiet.

20. april – styremøte

Endelig due diligence rapport forelå, og styremøte ble avholdt.

Styret vedtok å foreta to nye tapsavsetninger sammenliknet med hva som fremkom i Q4 2015 (etter innstilling fra revisjonskomiteen samme dag) og vedtok herunder årsrapport for 2015 og kvartalsrapporten for 1. kvartal 2016. Det ble vedtatt å foreslå fortrinnsrettsemisjon overfor forstanderskapet (møte 18. mai).

Innholdet i styreprotokollen er nærmere omtalt i børsens vedtak punkt 3.1.1.

21. april - børsmeldinger om tapsavsetninger og emisjon

Børsmeldingene beskrevet over ble offentliggjort.

4. Rettslig grunnlag

Verdipapirhandelloven § 5-2 (informasjonspliktens innhold) første ledd lyder:

- (1) Utsteder skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § 3-2 første til tredje ledd

Verdipapirhandelloven § 3-2 (definisjon av innsideinformasjon) første til tredje ledd lyder som følger:

- (1) Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.
- (2) Med presise opplysninger menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.
- (3) Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en

fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.

Verdipapirhandelloven § 5-3 (utsatt offentliggjøring mv.) første og annet ledd lyder:

(1) Utsteder kan utsette offentliggjøring av opplysninger som nevnt i § 5-2 første ledd for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt, jf. § 3-4.

(2) Legitime interesser som nevnt i første ledd kan typisk relatere seg til:

1. Pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter hvor resultat eller normal gjennomføring må forventes å bli påvirket av offentliggjøring. I særdeleshet der utstедers finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet uten at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at utsteder er insolvent, kan offentliggjøring utsettes for en begrenset periode, dersom offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjeeiere eller långiveres interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre utstедers langsiktige finansielle situasjon.
2. Beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre i kraft som følge av utstедers organisering, forutsatt at offentliggjøring av den ikke endelige beslutningen eller kontrakten sammen med opplysning om at endelig godkjenning ennå mangler, vil kunne viliede allmennhetens korrekte vurdering av forholdet.

Verdipapirforskriften § 5-1 (utsatt offentliggjøring) lyder:

Ved utsatt offentliggjøring etter verdipapirhandelloven § 5-3 skal vedkommende regulerte marked uoppfordret og umiddelbart gis melding om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen.

Verdipapirhandelloven § 17-4 (overtredelsesgebyr) tredje ledd lyder:

(3) Ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av bestemmelsene i §§ 5-2 eller 5-3, samt forskrifter gitt for å utfylle disse bestemmelsene, kan Finanstilsynet ilegge overtredelsesgebyr. Første ledd annet og tredje punktum gjelder tilsvarende. Dersom Finanstilsynets myndighet til å føre tilsyn med overholdelsen av §§ 5-2 og 5-3 er delegert til regulert marked i henhold til § 15-1 annet ledd, kan vedkommende regulerte marked ilegge overtredelsesgebyr etter dette ledd. Klage over vedtak av regulert marked følger regler i lov om regulerte markeder § 41. Bestemmelsen i § 15-6 tredje ledd gjelder tilsvarende for regulert marked.

5. Børsens vedtak

Oslo Børs styre fattet 24. august 2016 vedtak som referert under punkt 1.

5.1 Utgangspunkt

Børsen skriver at for å kunne konkludere i spørsmålet om Sandnes Sparebank har brutt sin informasjonsplikt, jf. verdipapirhandelloven § 5-2, må det vurderes om opplysningene om de to hendelsene som inntraff henholdsvis 5. og 7. mars 2016, samlet eller hver for seg utgjorde innsideinformasjon som definert i verdipapirhandelloven § 3-2 før offentliggjøring 21. april 2016. Kjernen i spørsmålet er da om, og i så tilfelle på hvilket tidspunkt, informasjonen utgjorde presise opplysninger som var egnet til å påvirke kursen merkbart.

Børsen legger til grunn at de aktuelle tapsanslagene var avhengig av kompliserte bankfaglige og regnskapsmessige vurderinger. Samtidig understrekes det at begge de aktuelle engasjementene var klassifisert som tapsutsatte engasjement, og som følgelig tidligere hadde vært gjenstand for nedskrivningsvurderinger. Det vises særlig til prosessen knyttet til det ene engasjementet.

5.2 Innsideinformasjon

Børsen mener at det senest ettermiddagen 17. mars 2016 hadde oppstått «presise opplysninger» som var egnet til å «påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart» jf. verdipapirhandelloven § 3-2, og at selskapet således besatt innsideinformasjon.

Når det gjelder *kurspåvirkningspotensialet* skriver børsen at «gitt de aktuelle engasjementenes størrelse (både samlet og hver for seg), vil hendelser som påvirker selskapets vurderinger av tap og eventuelle nedskrivninger av disse potensielt sett kunne ha stor påvirkning på det totale resultatet til banken». Børsen legger derfor til grunn at vesentlige begivenheter som påvirker slike vurderinger regelmessig vil være viktig for banken og for prisingen av egenkapitalbevisene. Etter børsens syn er det ingen tvil om at opplysninger om betydelige negative avvik på bankens tapsberegninger ville kunne medføre et negativt kursutslag for egenkapitalbevisene.

Børsen fremhever at et viktig moment i vurderingen av potensialet for kurspåvirkning er den informasjon som utstederselskapet tidligere har gitt til markedet. Ifølge børsen hadde banken gjennom sin kommunikasjon med markedet bidratt til å fremheve en positiv utvikling, og det er rimelig å anta at dette bidro til å heve kurspåvirkningspotensialet ved etterfølgende endringer i vurderingen av de tapsutsatte engasjementene.

At selskapets administrasjon løftet saken til styret, og at man fra og med 14. mars førte innsidelister (av forsiktighetsgrunner) tilsier ifølge børsen også at opplysningene ble ansett som vesentlige og potensielt kurssensitive. Dette må ifølge børsen særlig anses relevant sett opp mot bankens tidligere kommunikasjon til markedet.

Børsen viser til at vurderingen av kurspåvirkningspotensialet skal foretas på tidspunktet for den aktuelle hendelse. Kursfallet på 22,5 prosent den dagen (21. april) da børsmeldingene om økte nedskrivninger, endring av 2015 regnskapet og emisjon ble offentliggjort, gir likevel en indikasjon på opplysningenes sensitive karakter allerede tidlig i prosessen, selv om det riktignok offentliggjøres flere børsmeldinger den 21. april, og selv om en tidligere børsmelding ikke nødvendigvis ville resultert i et så betydelig fall.

Børsen mener det allerede kort tid etter 7. mars forelå *presise opplysninger* knyttet til sannsynlige tap på de aktuelle låneengasjementene som var tilstrekkelig spesifikke til å trekke

en slutning om den mulige påvirkningen av disse begivenhetene på kursen til bankens egenkapitalbevis. Det vises også til protokollen fra styremøtet i banken avholdt 14. mars der det fremgår at «banken med høy sannsynlighet vil bli påført større tap enn hittil beregnet». Graden av usikkerhet og størrelsen vil imidlertid ifølge børsen påvirke kurssensitiviteten av opplysningene.

Børsen viser til at banken den 17. mars hadde et møte med Fondsfinans hvor handlingsalternativer og anslag på kapitalbehov ble fremlagt, og at Fondsfinans i møtet presenterte et anslag på egenkapitalbehov på NOK 200-300 millioner basert på bankens foreløpige intervaller for mulige tapsavsetninger. Selv om dette dreide seg om foreløpige anslag, og emisjonsrammen senere ble hevet, må det ifølge børsen ha vært klart for banken at det forelå et betydelig avvik mellom bankens tidligere kommuniserte tapsanslag og hva de nye tapsvurderingene ville medføre. Dette til tross for at anslagene ikke var endelig kvantifisert, ble vurdert som usikre og at man hadde behov for å drøfte disse med revisor. Børsen mener at den informasjon som forelå 17. mars var av en slik karakter at en «fornuftig investor sannsynligvis vil benytte [informasjonen] som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning», jf. verdipapirhandelloven § 5-2 tredje ledd.

Børsen oppfatter det slik at banken heller ikke synes å bestride at det forelå innsideinformasjon på dette tidspunktet, og at det avgjørende i denne saken blir hvorvidt vilkårene for utsatt offentliggjøring forelå fra og med ettermiddagen 17. mars og frem til offentliggjøring på morgenen 21. april.

5.3 Nærmere om adgangen til utsatt offentliggjøring

Børsen viser til at verdipapirhandelloven § 5-3 åpner for at selskapet kan utsette offentliggjøring av innsideinformasjon gitt at visse vilkår er oppfylt, og at børsen mottok melding fra banken om utsatt offentliggjøring 18. mars, samt en oppdatering på prosessen 15. april som beskrevet over.

Ansvar for at vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylt

Børsen peker på at regelen om utsatt offentliggjøring i verdipapirhandelloven § 5-3 gjennomfører markedsmisbruksdirektivet artikkel 6. nr. 2. Ifølge børsen er det klart etter markedsmisbruksdirektivet at ansvaret for vurderingen av om vilkårene for utsatt offentliggjøring foreligger påhviler utstederforetaket, jf. formuleringen «An issuer may under *his own responsibility* delay the public disclosure of inside information». Børsen viser til at dette også er nærmere presisert i børssirkulære 3/2005 og 7/2005. At ansvaret for vurderingen påhviler utstederforetaket, støttes ifølge børsen også av reelle hensyn og formålet med utsatt offentliggjøring.

Konfidensiell behandling av opplysninger

Verken selskapet eller børsen har ifølge børsen avdekket tegn til lekkasje underveis i prosessen, og har eller ikke i etterkant blitt kjent med at det skal ha funnet sted lekkasje av informasjon i perioden forut for offentliggjøring 21. april. Børsen reiser derfor ikke tvil ved om dette vilkåret var oppfylt.

Selskapets legitime interesser

Børsen viser til at bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 5-3 angir to typiske tilfeller av legitime interesser der en utsteder kan utsette offentliggjøring av innsideinformasjon (forutsatt at lovens øvrige vilkår er oppfylt). For det første gjelder det situasjoner der utstedere er i *pågående forhandlinger hvor resultat eller normal gjennomføring ventes å bli påvirket av offentliggjøring*, og videre *beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av et annet selskapsorgan* for å tre i kraft som følge av utsteders organisering. Om det forelå «legitime interesser» per ettermiddagen 17. mars er ifølge børsen en vurdering ex-ante av hvilken skade det ville ha påført banken og dets egenkapitalbevisiere å offentliggjøre en melding på dette tidspunktet.

Oslo Børs mener at markedet er godt egnet til å håndtere usikkerhet, gitt at forutsetningene for denne usikkerheten identifiseres. En offentliggjøring av informasjonen som forelå per 17. mars, med en tilhørende identifisering av forutsetningene og usikkerhet, ville gitt markedet denne muligheten, og et grunnlag for en mer korrekt prising av selskapets egenkapitalbevis enn hva som var tilfelle i perioden 17. mars – 20. april. Hvorvidt man på dette stadiet ville valgt å offentliggjøre at man vurderte å gjennomføre en emisjon, ville ifølge børsen i tilfelle vært en separat vurdering.

Børsen har vært i tvil om hvorvidt det forelå legitime interesser for å utsette offentliggjøring av forventede økte tap på engasjementene etter 17. mars, sammenliknet med det som ble kommunisert i selskapets Q4 rapport som følge av hendelsene som inntraff 5. - 7. mars. Børsen har imidlertid i denne saken valgt å ikke overprøve selskapets skjønn, og legger til grunn at det forelå legitime interesser også etter 17. mars.

Allmennheten må ikke villedes av utsettelsen

Utgangspunkt

Når det gjelder vilkåret om at allmennheten ikke villedes som følge av utsatt offentliggjøring, mener børsen at dette vilkåret gjelder en mer kvalifisert villedelse enn det en utsettelse av å informere markedet normalt vil medføre. Momenter i en slik vurdering vil ifølge børsen være *graden av feilprising av de finansielle instrumentene* og hvorvidt *utsteder selv har bidratt til at allmennheten blir villedet av utsettelsen*.

Børsen viser til at ESMA i forbindelse med at markedsmisbruksdirektivet (2003/6/EF) (MAD) ble erstattet av markedsmisbruksforordningen (EU) nr. 596/2014 (MAR), som trådte i kraft i EU-landene 3. juli 2016, har utarbeidet *Draft guidelines on the Market Abuse Regulation* (ESMA/2016/162) hvor forståelsen av hva som vil være villedende og hvor utsteder ikke kan påberope seg utsatt offentliggjøring er adressert. Selv om MAR ikke er gjennomført i norsk rett ennå, er børsen av den oppfatning at disse retningslinjene er relevante for fastleggelsen av vurderingstemaet av vilkåret om villedelse ettersom det på dette konkrete punktet ikke er gjort endringer i rettstilstanden ved overgangen fra MAD til MAR.

Ved vurderingen av hva som fremstår som villedende må det ifølge børsen tas utgangspunkt i den informasjonen som utsteder tidligere har kommunisert til markedet.

Delårsrapport for fjerde kvartal

Børsen understreker at banken i delårsrapporten for 4. kvartal 2015 kommuniserte totale nedskrivninger for regnskapsåret 2015, samt fremhevet «Til tross for svakere makroutvikling,

er det en positiv utvikling i tapsutsatte engasjement» og at kvartalsrapporten gir nye og oppdaterte mål for fremtidig kjernekapital, dvs. 14 % innen utgangen av 2016 og 14,5 % innen utgangen av 2017. Etter Børsens oppfatning er dette med på å sementere markedets oppfatning om at større nedskrivninger neppe er forestående. Ifølge børsen må banken også før 20. april ha forstått at de mål for fremtidig kjernekapital som var presentert i fjerdekvartalsrapporten ikke lenger var mulig å oppnå uten kapitaltilførsel, slik at ESMA-veiledningens bokstav b er relevant i vurderingen av om markedet ble villedet.

Børsen kan ikke se at henvisninger i rapporten til eksempelvis *markedsmessige utfordringer* i 2016, samlet forventning til året som *utfordrende* og økning i anslag for forventede tapsavsetninger for året endrer det totale bildet som kvartalsrapporten tegner. Børsen viser herunder til at de forventede økningene i tapsavsetningene som kommuniseres i kvartalsrapporten er beskjedne i forhold til tapsavsetningene som fulgte av revurderingen av de to engasjementene. De hovedpunkter for kvartalet som banken velger å løfte frem i selve børsmeldingen, kvartalsrapporten og presentasjonen kan ifølge børsen ikke være vilkårlig valgt og underbygger dette ytterligere. Dette må etter Børsens syn ha bidratt til sensitiviteten i informasjonen som forelå i etterkant av hendelsene som inntraff 5. – 7. mars.

Nærmere om de to engasjementene

Børsen viser til at de to engasjementene 31. desember 2015 utgjorde totalt ca. NOK 275,3 millioner, hvorav totale tapsavsetninger som inngikk i Q4 rapporten var NOK 80,1 millioner. Børsen legger til grunn at selv om tapene på det enkelte engasjement ikke identifiseres i den finansielle rapporteringen inngår de to engasjementene som en betydelig del av de totale tapsavsetninger som kommuniseres, og at når selskapet mottar ny informasjon som medfører at de tidligere kommuniserte tapsavsetninger ikke lenger kan legges til grunn, oppstår det asymmetri mellom hva markedet har grunn til å forvente, og hva selskapet forventer av mislighold og realiserbare verdier. Børsen skriver videre at det basert på utviklingen i tapsavsetningene, en forventning om økte inntekter, vesentlige kostnadsreduksjoner og ytterligere balansetilpasninger, ble kommunisert at det ikke var planlagt kapitalinnhenting i perioden ut 2017 for å nå de nye og økte kapitalmålsetningene, og at det 10 dager senere inntreer to hendelser som endrer dette, i motsatt retning av det offentlige informasjonsbildet som banken har skapt.

Analyser

De fire analysene publisert etter offentliggjøring av fjerdekvartalsrapporten, samt sektorrapporten utarbeidet av Fondsfinans 4. april der det fremkommer at det er en risiko for at resesjonen i Stavanger-området kan utløse betydelige tap og et behov for ny kapital for Sandnes Sparebank, kan etter børsens oppfatning ikke tas til inntekt for at tapsavsetninger i den størrelse det har er snakk om var forventet så nært forestående. Børsen viser til at det samlet heller ikke var noen vesentlig endring i gjennomsnittsestimatet for analytikernes kursmål.

Informasjonsasymmetri – utvikling over tid

Ved vurderingen av om allmennheten villedes, må det ifølge børsen være relevant å se hen til utviklingen over tid. Desto mer informasjon utsteder besitter og dermed kan konkretisere i en børsmelding, jo mer villedende vil det være ikke å offentliggjøre informasjonen.

Børsen viser til at det 17. mars forelå et anslag fra Fondsfinans på egenkapitalbehov på NOK 200-300 millioner, og at dette var basert på administrasjonens foreløpige intervaller for mulige tapsavsetninger. Usikkerhet og behov for avklaring med tanke på tapsavsetningenes

størrelse, gir etter børsens syn noe rom for selskapet til ytterligere vurderinger før kriteriet om «at allmennheten ikke villedes» blir mer tungtveiende.

Slik Børsen ser det må graden av informasjonsasymmetri ha økt i den perioden hvor selskapet kontinuerlig hadde arbeidet med å vurdere tapsavsetningene, dvs. i perioden 7. mars til 30. mars, selv om det var liten aktivitet i påskeuken fra bankens side. Børsen antar at Fondsfinans og Pareto likevel må ha jobbet med emisjonsbehovet i perioden 17. – 30. mars, jf. presentasjonen de la frem 30. mars. At revisor etterspør oppdaterte tapsnotater 30. mars, gir ifølge børsen også en indikasjon på at arbeidsprosessen har kommet langt på dette tidspunkt. Slik børsen ser det vil ikke risikoen for at banken kunne bli nødt til justere tapsavsetningene etter en eventuell børsmelding, fjerne det faktum at det forelå en betydelig ubalanse mellom den informasjon banken besatt og hva banken tidligere hadde kommunisert.

Feilprising

Børsen mener at det i perioden fra senest 17. mars og frem til børsmeldingene 21. april forelå en betydelig feilprising av bankens egenkapitalbevis, og at markedet var villedet i perioden. Investorer som investerte i selskapet i denne perioden er påført tap som kunne vært unngått ved en tidligere offentliggjøring. Børsen viser herunder til at hendelsene og deres konsekvenser i form av tapsavsetninger må ha vært det elementet som var mest vesentlig i børsmeldingene som ble offentliggjort 21. april, selv om det også fremkom annen relevant informasjon, ut over de to inntrufne hendelsene og de tilhørende nye tapsanslagene, blant annet om emisjonen og ytterligere tap i Q1. Kursfallet på 22,5 % den 21. april illustrerer ifølge børsen godt sensitiviteten i disse opplysningene, selv om børsmelding på et tidligere tidspunkt med informasjon om tapene, men uten informasjon om at en garantert fortrinnsrettsemisjon var på plass, sannsynligvis ville medført et større kursutslag.

Skadevirkninger for banken

Børsen gir uttrykk for at den er innforstått med at det ville oppstått skadevirkninger for selskapet dersom man gikk ut med en børsmelding om de nye tapene uten samtidig å ha sikret en garantert emisjon, og at dette forholdet er vektlagt ifm. vurderingen av om selskapet hadde legitim interesse av å utsette offentliggjøringen.

Børsen mener imidlertid at dette likevel ikke kan være avgjørende for om allmennheten villedes av en utsettelse etter 30. mars gitt det informasjonsbildet banken skapte gjennom fjerdekvartalsrapporten. Som en konsekvens av den tidligere kommunikasjonen til markedet, er børsen av den oppfatning at selskapet ble forpliktet til å kommunisere de nye tapene og de tilhørende tapsanslagene til markedet selv om dette kunne få store konsekvenser for banken. Uten en slik forutgående «guiding» ville dette ifølge børsen stått seg helt annerledes.

Børsen mener slik forståelse av utsatt offentliggjøring også er i tråd med britiske tilsynsmyndigheters praksis, i form av veiledningen til *Financial Conduct Authority*, som ifølge børsen gir uttrykk for at det vil villedde allmennheten å holde tilbake informasjon om underliggende finansielle problemene, under henvisning til at det arbeides med tiltak.

Finanssektoren

Børsens forståelse er at selv om arbeidet med en etterfølgende emisjon kunne bli mer krevende ved en tidligere offentliggjøring av økte behov for tapsavsetninger/nedskrivninger, var ikke en emisjon avgjørende for selskapets overlevelsessevne eller for å oppfylle regulatoriske kapitaldekningskrav på kort sikt. Slik børsen forstår det var emisjonen snarere motivert ut fra et ønske om å oppfylle bankens kapitaldekningsmålsetninger, herunder var

emisjonen større slik at man ville oppnå en høyere kjernekapital etter emisjonen enn hva som var tilfelle før nedskrivningen ble foretatt. Børsen vurderer på denne bakgrunn ikke om det foreligger særskilte hensyn for banker og finansinstitusjoner hva gjelder utsatt offentliggjøring, eller om slike hensyn gjør seg gjeldende i foreliggende tilfellet.

Konklusjon

Per 30. mars må *tapsvurderingene* etter børsens oppfatning ha kommet så langt at hensynet til markedets behov for informasjon må veie tyngre enn bankens behov for ytterligere kvalitetssikring av informasjonen og potensielle skadevirkninger av ikke å kunne melde om en garantert emisjon. Gitt selskapets tidligere kommunikasjon til markedet gjennom fjerdekvartalsrapporten, var selskapets forventninger 30. mars til fremtidige tap betydelig høyere enn hva markedet hadde grunn til å forvente, og man må ha hatt en klar oppfatning av hvilke størrelsesorden tapene ville utgjøre. Herunder at dette ville medføre et betydelig dårligere resultat for årsregnskapet 2015 eller Q1 2016 enn hva markedet hhv. var kjent med eller hadde grunn til å forvente basert på bankens tidligere kommunikasjon. Uavhengig av om man endte med å ta tapene på 2015 eller Q1 2016 representerer disse ifølge børsen en vesentlig endring av tidligere tapsanslag. Det offentlige informasjonsbildet, skapt av banken, er ifølge børsen et vesentlig annet enn det de tilbakeholdte opplysningene tilsier, og børsen mener derfor at allmennheten ble villedet av utsettelsen senest 30. mars 2016.

Bortfall av vilkårene for utsatt offentliggjøring

Børsen viser til at banken iverksatte utsatt offentliggjøring 17. mars og at grunnlaget for utsatt offentliggjøring av *tapsvurderingene* etter børsens mening falt bort senest den 30. mars. Børsen mener at alle vilkårene for utsettelse må være oppfylt i hele den perioden adgangen benyttes, og at det ville vært mulig å gå ut med en børsmelding som beskrev de to inntrufne hendelsene og anslag for hvilke nye tapsavsetninger man så for seg den 30. mars.

Børsens praksis i tidligere saker

Børsen viser til vedtaket mot Northland Resources S.A. (Vedtak og uttalelser 2013, side 112) og Wega Mining-saken (Vedtak og uttalelser 2009, side 73) og gir uttrykk for at disse sakene ikke gir noen veiledning for hvor nivået for å villed allmenheten ligger. I Northland-saken ble problemstillingen ifølge børsen ikke satt på spissen, nettopp fordi beslutning om utsatt offentliggjøring kom etter at meldepliktig innsideinformasjon hadde oppstått. I Wega Mining-saken i forelås det ikke legitime interesser, og børsen drøftet derfor ikke hvorvidt en tilbakeholdelse av informasjonen ville vært villedende.

Emisjonen

Børsens vurdering er seg noe annerledes for prosessen som ledet frem til planen om å gjennomføre fortrinnsrettsemisjonen. Her antar børsen at det oppstod innsideinformasjon på et senere tidspunkt og at det forelås grunnlag for utsatt offentliggjøring frem til beslutning om å foreslå en slik transaksjon for forstanderskapet. Dette til tross for at selskapet hadde kommunisert at det ikke forelås noen plan om emisjon i 2016. Børsen viser til at selskapet har redegjort for at dette ikke var ment som guiding, men en faktaopplysning som lå til grunn for kapitalmålsetningene. Dette tas til etterretning av børsen, og uansett ville en børsmelding om økte tapsavsetninger ifølge børsen klart nok gitt uttrykk for at forutsetningene for kapitalmålsetningene kommunisert i Q4 rapporten ikke lenger ville være korrekte.

5.4 Overtredelsesgebyr

Børsen legger til grunn at selskapet, ved ikke å informere markedet senest 30. mars 2016 om at hendelsene 5.-7. mars ville medføre betydelige nye tapsavsetninger, har overtrådt verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd jf. Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper pkt. 3.1.1.

Børsen viser videre til at den kan ilegge overtredelsesgebyr for brudd på selskapets løpende informasjonsplikt etter verdipapirhandelloven §§ 5-2 og 5-3, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd tredje punktum og § 15-1 annet ledd, verdipapirforskriften § 13-1. Overtredelsesgebyret tilfaller statskassen, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 fjerde ledd annet punktum.

Børsen opplyser at den i valg og utmåling av sanksjon har sett hen til avgjørelser i lignende saker vedrørende brudd på informasjonsplikten, men bemerker at denne saken skiller seg noe fra tidligere saker ved at Sandnes Sparebank besluttet og iverksatte utsatt offentliggjøring, herunder varslet børsen, på tidspunktet hvor det oppstod innsideinformasjon. I de de øvrige sakene var det ikke fattet slik beslutning eller beslutningen ble fattet etter at det oppstod innsideinformasjon. Sakene gir likevel ifølge børsen noe veiledning for hvilke hensyn som er relevante for å fastsette sanksjonsnivået. Børsen gjennomgår på denne bakgrunn sakene Wega Mining ASA (2009), Sevan Marine ASA (2011), Bionor Pharma ASA (2011), Northland Resources S.A. (2013), Scana Industrier ASA (2015).

Børsen bemerker at det ved vurderingen av utmåling i foreliggende sak er sett hen til at selskapet underrettet børsen om forholdet på det tidspunkt det oppstod innsideinformasjon, oppdaterte børsen i etterkant, førte innsidelister og at det ikke er avdekket tegn på lekkasje av informasjon. Bruddet består ifølge børsen derfor i at banken feilaktig har vurdert at vilkåret for utsatt offentliggjøring var oppfylt i hele perioden, men kommenterer at forpliktelsene til å vurdere dette riktig påhviler selskapet. Børsen viser videre til at de nåværende informasjonspliktreglene trådte i kraft i 2005. Dette er den første saken under dette regelverket hvor børsen sanksjonerer et selskap for ikke å ha oppfylt informasjonsplikten i en situasjon der selskapet faktisk hadde besluttet og iverksatt utsatt offentliggjøring korrekt. Overtredelsesgebyret bør derfor etter børsens vurdering settes noe lavere enn hva en ren sammenligning med de ovennevnte saker indikerer.

Etter en totalvurdering kommer Oslo Børs til at overtredelsesgebyret passende settes til fire ganger årlig kursnoteringsavgift lik 658.400,- kroner.

6. Klagers anførsler

6.1 Innledning

Børsens vedtak påklages i brev 7. september 2016 fra advokatfirmaet Schjødt på vegne av selskapet. Klager ber om at vedtaket oppheves under henvisning til feil faktum og uriktig rettanvendelse.

Klagers anførsler er i hovedtrekk som følger:

- Børsens påstand om at banken var forpliktet til å offentliggjøre en børsmelding 30. mars 2016 basert på det generelle informasjonsbildet i markedet beror på rettslig uholdbar fortolkning av vilkåret om villedning av allmennheten.
- Fjerdekvartalsrapporten ga uansett ikke grunnlag for en forventning om at større nedskrivninger ikke var nært forestående, og en slik forventning forelå heller ikke.
- Det forelå ingen relevant feilprising til hinder for utsatt offentliggjøring, og feilprisingen oppveies uansett av skadevirkningene for banken ved å sende en fremskutt børsmelding.
- En børsmelding 30. mars med foreliggende usikkerhet ville uansett vært egnet til å villedde allmennheten. Børsen legger feilaktig rettslig norm til grunn når den mener at et børsnotert selskap ikke kan utsette offentliggjøring i en slik situasjon.

Klager redegjør også for børsens saksbehandling og anfører at den har vært lite åpen, og at anførselene mot banken har endret seg underveis. Klager mener det på denne bakgrunn er viktig for banken å få en fornyet vurdering av saken fra Børsklagenemnden, og at de herunder legger til grunn at Børsklagenemnden vil gjøre en full ny behandling, og at de anførte feil og svakheter ved børsens saksbehandling vil bli reparert ved dette.

6.1 Rettslig utgangspunkt

Lovregler

Klager viser til at spørsmålet om allmennheten ble villedet må avgjøres basert på foreliggende rettskilder og praksis, og at informasjonsplikten og adgangen til å utsette offentliggjøring er lovregulert. Klager påpeker at Oslo Børs ikke har rettslig adgang til å forvalte reglene på en annen måte enn det rettskildebildet gir anvisning på, og at innenfor rammene av rettskildene må de børsnoterte selskapene ha en rimelig skjønnsmargin i sin håndtering av informasjonsplikten og vilkårene for utsatt offentliggjøring. Klager anfører at den normen børsen formulerer for villedning av allmennheten ikke er i samsvar med det foreliggende rettskildebildet eller hensynene bak reglene.

Klager mener herunder at børsen ikke har forholdt seg til vilkåret om «*kvalifisert villedelse*» som nærmere beskrevet i børs sirkulær 3/2005, og som banken har forholdt seg til i sin praktisering av reglene. Klager er enig i at «*graden av feilprising*» og om «*utsteder selv har bidratt til at allmennheten blir villedet*» er relevante momenter, og viser til forarbeidene, men anfører at det også fremkommer av forarbeidene at disse momenter inngår i en avveining mellom selskapets interesser og skadevirkningene for markedet, og mener børsen ikke har foretatt slik interesseavveining.

Retningslinjer fra ESMA

Klager legger til grunn at retningslinjene fra ESMA, selv om de kun forelå i utkast form på det tidspunkt saken gjelder og knytter seg til en forordning som ikke er inntatt i norsk rett, vil kunne ha en relevans i den utstrekning de må anses som en kodifisering av fortolkninger av villedningsvilkåret som kan støttes på foreliggende rettskildefaktorer, men slik at det ikke vil være rettslig holdbart å basere et overtredelsesgebyr på ESMA-retningslinjene som sådan.

Ifølge klager synliggjør retningslinjene at det må dreie seg *markant* motstrid mot en *konkret* forutgående kommunikasjon, og mener dette prinsippet synes å harmonere godt med retningslinjene fra de norske rettskildefaktorene. Klager poengterer at en ny opplysning som avviker fra en *generell retning* i selskapets forutgående kommunikasjon eller fra et *overordnet budskap* om utviklingen i selskapet mv. etter ESMA-retningslinjene ikke innebærer at allmennheten villedes (og utsatt offentliggjøring er utelukket). Ifølge klager skal retningslinjene skape klarhet og forutberegnelighet, og myndighetene kan ikke i ettertid overprøve det børsnoterte selskapets beslutning om å utsette offentliggjøring basert på skjønsmessige vurderinger av faktum og jus.

Praksis

Når det gjelder praksis, viser klager til at Oslo Børs ikke har sanksjonert noen selskaper som har underrettet børsen om utsatt offentliggjøring for å ha villedet allmennheten etter at gjeldende informasjonspliktregler ble innført i 2005. Klager skriver at «med det høye antallet tilfeller av utsatt offentliggjøring som må antas å ha forekommet over 11 år, indikerer dette i seg selv at terskelen for å anføre at et børsnotert selskap har villedet allmennheten har ligget høyt». Klager mener det heller ikke er korrekt når børsen legger til grunn at sakene Northland Resources S.A. og Wega Mining ASA, som begge gjelder sanksjoner for brudd på informasjonsplikten i tilfeller av forutgående «guiding», ikke er relevante, men mener at disse sakene underbygger at terskelen for villedning ligger høyt, og at det også har vært oppfattet slik blant markedsaktørene.

Strengt fortolket vil vilkåret om villedning av allmennheten, ifølge klager, aktualiseres i nærmest enhver situasjon av utsatt offentliggjøring, og ville derfor i tilfelle vært et tilbakevendende tema, med behov for avklaringer av hvilken forutgående markedskommunikasjon som utelukker senere utsatt offentliggjøring, hvordan markedsforventninger skal dokumenteres mv. Etter 11 år med et regime for utsatt offentliggjøring finnes det ifølge klager ikke holdepunkter i børsens presedensarkiver for at dette har vært et slikt gjengangertema. Det er heller ikke offentliggjort generell veiledning fra Oslo Børs om temaet, ut over de kortfattede punktene i børs sirkulæret.

Klager mener overtredelsesgebyret mot banken representerer en betydelig innskjerpelse av børsens praktisering av vilkåret om villedning av allmennheten sammenholdt med det som tidligere har vært kommunisert og praktisert, og at børsen ikke har anført noen holdepunkter fra tidligere praksis eller tolkningsuttalelser som skulle bære bud om en slik innskjerpelse.

Formål

Klager anfører videre at børsen ikke drøfter hensynet bak informasjonsplikten og regimet om utsatt offentliggjøring i vedtaket. Basert på direktivbestemmelser og fortale viser klager til at formålet med den børsrettslige informasjonsplikten er å sikre markedet tilgang til adekvat, korrekt og ikke villedende informasjon. Regimet om utsatt offentliggjøring er innført for å gi børsnoterte selskaper adgang til å holde opplysninger konfidensielle der hensynet til selskapet tilsier dette, og kriteriene for når utsatt offentliggjøring ikke er tillatt skal være så presise og spesifikke som mulig

Gitt risikoen ved å trå feil, med påstander fra børsen om å ha villedet markedet og medvirket til at transaksjoner, potensielt i en lang periode, har blitt sluttet på uriktige kurser, er det ifølge klager svært viktig at kriteriene for utsatt offentliggjøring er så klare og tydelige som mulig, og at de børsnoterte selskapene innrømmes en fornuftig skjønsmargin.

På denne bakgrunn mener klager det riktige er, slik børsen ifølge klager hittil synes å ha gjort, å utvise en viss tilbakeholdenhet på dette feltet, og kun anvende vilkåret om villedning av allmennheten der det foreligger villedning etter klare kriterier, faktisk så vel som rettslig.

6.2 Påstand om at banken guidet markedet

Klager viser til børsens påstand om at banken gjennom delårsrapporten for fjerde kvartal 2015 var med på å «sementerte markedets oppfatning om at større nedskrivninger neppe er forestående», og at selskapet ble forpliktet til å kommunisere de nye tapene og de tilhørende tapsanslagene til markedet selv om dette ifølge klager kunne få store konsekvenser for banken. Klager viser spesifikt til børsens uttalelse om at «uten en slik forutgående 'guiding' ville dette stått seg helt annerledes».

Klager mener at det rettslige utgangspunktet for når «guiding» medfører at nye omstendigheter skal offentliggjøres umiddelbart, følger av børssirkulære 3/2005, jf. også børssirkulære 4/2003 om fremtidsutsikter. Klager referer herunder til at det i børssirkulære 4/2003 uttales at guiding vil kunne utløse en umiddelbar informasjonsplikt «når selskapet avdekker avvik i forhold til selskapsskapte forventninger, dvs. forventninger som kan spores tilbake til informasjon selskapet selv har gitt», og at guiding eller informasjon om fremtidsutsikter omtales som «fremtidsinformasjon utarbeidet på grunnlag av forutsetninger om fremtidige hendelser som ledelsen forventer vil finne sted, og eventuelle handlinger som ledelsen forventer å foreta seg pr den dato informasjonen utarbeides.»

Klager viser til at bankens finansielle rapportering, både for fjerde kvartal 2015 og tidligere kvartaler, er utarbeidet for å overholde bankens forpliktelser etter IFRS-standarden for delårsrapportering, IAS 34, og at i delårsrapportene presenteres i all hovedsak historiske forhold. Banken er uenig i at påpekning av positiv utvikling i kvartalet skal fortolkes som en «guiding» for fremtidig utvikling, og viser til at utsiktene fremover ble kun kort kommentert avslutningsvis, og uttrykte et helt annet budskap enn det Oslo Børs indikerer.

Klager viser herunder til at et engasjement kommer på listen over tapsutsatte når det har forekommet faktiske hendelser eller begivenheter i engasjementet som utløser behov for nedskrivning. Hvorvidt et engasjement er på denne listen eller ikke, er derfor knyttet til historiske forhold, og ikke til antagelser fra bankens side om hvilke engasjementer som risikerer å måtte bli nedskrevet helt eller delvis i kommende regnskapsperioder. Klager påpeker videre at bankens forventninger til nivået på fremtidige tap fremkommer av kvartalsrapportens avsnitt for fremtidsutsikter.

Klager er heller ikke enig i børsens oppfatning om at kvartalsrapportens nye og oppdaterte mål for fremtidig kjernekapital er med på å sementere markedets oppfatning om at større nedskrivninger neppe er forestående. Klager viser for det første til at bakgrunnen for at banken øker sine målsetninger for fremtidig kjernekapital er de skjerpede krav fra Finanstilsynet stilt til konkurrerende banker, og at det også fremkom av det aktuelle punktet i delårsrapporten at de nye kapitalkravsmålsetningene var «i tråd med markedspraksis og basert på det styret oppfatter som Finanstilsynets forventninger». For det annet var de nye målsetningene ifølge klager hverken ment eller kommunisert som noen guiding med hensyn til fremtidig nivå på tapsnedskrivninger.

Klager mener videre at forventet økning i «andre inntekter» for 2016 – som gjelder annet enn renteinntekter – ikke sier noe om sannsynligheten for tap på engasjementer eller nedskrivninger, og at tilsvarende gjelder kostnadsreduksjoner, balansetilpasninger og de andre hovedpunktene trukket frem i børsmeldingen som gjelder historiske forhold. Klager viser til at banken på disse parameterne i påfølgende kvartal også leverte som forventet. Uttalelsen om emisjon dreide seg kun om en presisering av at kapitalmålsetningene ikke var basert på en forutsetning om dette i 2016, og er ikke relevant for vurderingen.

Klager mener ovennevnte spesielt må gjelde når den aktuelle kvartalsrapporten faktisk inneholdt opplysninger om forventninger fremover under punktet «utsikter» og tegner et nyansert bilde av bankens stilling og fremtidsutsikter, herunder at den forventer å møte «markedsmessige utfordringer» i 2016 og formulerer derfor sin samlede forventning til året som nettopp «utfordrende». I tillegg viser klager til at banken øker sitt anslag for forventede tapsavsetninger til et av de høyeste nivåene i bransjen, og at når banken opplyser å ha en streng praksis for å bokføre tapsavsetninger er dette, i den aktuelle markedsituasjon, også med på å øke risikoen for at det kan forekomme nedskrivninger.

Klager argumenterer videre med at det heller ikke i forkant av delårsrapporten for fjerde kvartal 2015 var gitt informasjon som ga grunnlag for oppfatning om at større nedskrivninger neppe var nært forestående, og at det også av den grunn er uriktig å tale om «sementering» av en slik oppfatning gjennom delårsrapporten.

Klager mener det er vanskelig å skjønne hva banken i tilfelle skulle ha tatt ut av eller satt inn i fjerdekvartalsrapporten dersom banken hadde ønsket å beholde muligheten til å utsette offentliggjøring om mulige tap på engasjementer med tilhørende emisjon, herunder om den måtte ha aktivt «guidet» på muligheten for store og nært forestående tapsnedskrivninger. Dette ville i tilfellet ifølge klager underbygget påstanden om at «det ikke kun er tale om en innskjerpelse av praksis for utsatt offentliggjøring, men i realiteten et helt nytt regime».

Klager anfører at under enhver omstendighet har markedet ikke generelt vært av den oppfatning at det ikke kunne komme nedskrivninger i banken. Tvert imot har risikoen for tap i bedriftsmarkedet i Rogaland og oljesektoren kanskje vært det mest omtalte risikoforholdet i norsk offentlighet våren 2016. Opplysningene i bankens fjerdekvartalsrapport endret ikke på dette. Klager mener dette resonnementet bekreftes av analytikernes vurderinger, og viser herunder til at av de fire analytikerne som følger banken, gjorde tre analytikere relativt små justeringer etter offentliggjøring av fjerdekvartalsrapporten, hvorav to litt ned og én litt opp, mens den fjerde – Swedbank – økte sitt kursmål betydelig. Det er sentralt for banken å få frem at én analyse ikke kan danne basis for hva som er markedets forventninger, og spesielt ikke i en situasjon der vedkommende skiller seg klart ut fra det øvrige analytikerkorps.

Ifølge klager er det vanskelig å tro annet enn at en «sementering» fra bankens side av at det ikke kunne påregnes nedskrivninger ville blitt oppfattet som positivt av analytikerne, men ifølge klager var realiteten den motsatte ved at tre av fire analytikere økte sine forventninger til tap i banken. Klager anfører også at det var alminnelig kjent og lagt til grunn blant analytikere etter offentliggjøring av bankens fjerdekvartalsrapport at det var risiko for større nedskrivninger og potensielt emisjon i banken, og som eksempel refereres fra Fondsfinans sektorrapport 4. april 2016 der det herunder gis uttrykk for at banken «*has so far avoided a share issue, but there is still a risk that the recession in the Stavanger area will trigger heavy losses and need for new equity*».

Klager mener at dersom det hadde vært riktig slik Oslo Børs hevder at det forelå en forventning i markedet om at det neppe kunne påregnes større nedskrivninger i Sandnes Sparebank, burde det være relativt enkelt å dokumentere dette, og slik dokumentasjon vil også være et vilkår for å kunne legge forventningen til grunn som en basis for overtredelsesgebyr. Ifølge klager gjelder dette i alle fall når det er tale om en forventning banken selv ikke har fanget opp, og heller ikke de finansielle rådgiverne, ikke analytikeren i Fondsfinans nevnt over «og – tilsynelatende - heller ikke Oslo Børs selv». Klager mener det også er tale om en forventning som fremstår som overraskende, gitt at muligheten for tap i de store bankene i Rogaland var et tema høyt på den offentlige dagsorden i hele den aktuelle perioden.

Etter klagers skjønn må det legges til grunn i Børsklagenemndens faktumvurdering at det ikke forelå en slik forventning som Oslo Børs har påstått.

6.3 Påstand om feilprising – avveining mot skadene for banken

Klager legger til grunn at ettersom det ikke forelå guiding fra bankens side, kunne banken utsette offentliggjøring av de mulige nedskrivningene i de to engasjementene uten å villedde allmennheten. Klager oppfatter imidlertid at børsen også mener at den informasjonsasymmetri og tilhørende feilprising som oppsto er relevante momenter i vurderingen.

Klager refererer til at børsen i sitt vedtak gir uttrykk for at et element i vurderingen er «graden av feilprising av de finansielle instrumentene», og klager viser videre til at kriteriet skriver seg fra forarbeidene, hvor Finanstilsynet (den gang Kredittilsynet) ved forberedelsen av de norske informasjonspliktreglene til gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet la til grunn at vilkåret om villedning av allmennheten som utgangspunkt var knyttet til en skjønnsmessig interesseavveining (høringsnotatet av 14. januar 2005 pkt. 3.3.2):

«Poenget må være at ikke enhver ulempe for selskapet medfører en adgang til å utsette offentliggjøring. *Selskapets interesser må avveies mot de mulige skadevirkninger av en utsettelse for markedet, f.eks. dersom utsatt offentliggjøring kan føre til en vesentlig feilprising av selskapets aksjer.* Et annet moment vil være om selskapet selv har bidratt til at allmennheten kan bli villedet av utsettelsen» (uthevet her)

Basert på denne uttalelsen hevder klager at feilprising vil kunne underbygge at allmennheten villedes dersom feilprisingen er *vesentlig* og overstiger hensynet til selskapets interesser i å utsette offentliggjøring, men at børsen uten nærmere forklaring har sett bort fra forarbeidenes uttalelser om en interesseavveining på dette punkt.

Når det gjelder børsens henvisning til veiledning fra den britiske finanstilsynsmyndigheten FCA, kommenterer klager at informasjonspliktreglene for det første har blitt nokså ulikt praktisert i ulike europeiske land, både hva gjelder innsidedefinisjonen og de ulike vilkår for utsatt offentliggjøring. Som utgangspunkt gir det liten mening å plukke enkeltelementer fra et fremmed lands praktisering av ett kriterium uten å se dette i sammenheng med f.eks. hvordan informasjonspliktregimet for øvrig håndteres. Dertil kommer at de børsnoterte selskapene ifølge klager ikke rimeligvis skal måtte orientere seg i utenlandsk myndighetsveiledning ved sin håndtering av den løpende informasjonsplikten. Klager mener veiledning fra utenlandske tilsynsmyndigheter i tråd med dette har liten eller ingen rettskildevækt, og kan for norske formål ikke tilsidesette forarbeidenes anvisning på at det skal foretas en interesseavveining. For det annet har børsen etter det klager kan se uansett misforstått den britiske veiledningen,

fordi den ifølge klager er en fortolkning av rekkevidden av kriteriet *legitime interesser* i tilfeller der «*the financial viability of the issuer is in grave and immediate danger*», jf. den tilsvarende norske bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 5-3. FCA sier ifølge klager ikke noe om hvorvidt et foretak som har identifisert negative hendelser og igangsatt reparerende tiltak vil villedde allmennheten ved å utsette offentliggjøring om dette.

Klager argumenterer videre med at et kursfall på 22,5 % som vist til av børsen, ikke korresponderer med nedskrivningenes økonomiske betydning for egenkapitalbevisene i banken. Kursfallet tilsvarer ifølge klager et fall i verdien på egenkapitalbevisene i banken på ca. NOK 114 millioner, mens kun NOK 29 millioner av bankens negative resultat på ca. NOK 146 millioner etter nedskrivningene ble henført til eierandelskapitalen. Det fremstår for klager som lite nærliggende å anta at markedet priset inn en vesentlig større reduksjon i verdien av egenkapitalbevisene knyttet til tapsnedskrivningene enn det som reelt ville bli belastet disse.

På denne bakgrunn virker det for klager som en nærliggende slutning at kursfallet på 22,5 % i størst grad kan tilskrives de andre elementene som ble børsmeldt samme dag. Dette gjelder ifølge klager særlig fortrinnsrettsemisjonen på NOK 350 millioner, og det vises til at fortrinnsrettsemisjoner uten fastsatt kurs erfaringsmessig kan gi relativt betydelig kursnedgang. Eksempelvis falt Sparebanken Vest 13,5 % da banken annonserte sin fortrinnsrettsemisjon høsten 2015. Dertil viser klager til at banken offentliggjorde betydelige tapsavsetninger på andre engasjementer for første kvartal 2016 og at liten likviditet i egenkapitalbeviset generelt reduserer utsagnskraften i kursbevegelsene.

Klager mener det på denne bakgrunn er krevende å tallfeste nøyaktig hvor stor «feilprisingen» var ved at hendelsene i de to engasjementene ikke var børsmeldt på et tidligere tidspunkt. Klager viser til at banken uttaler at en børsmelding på et tidligere tidspunkt ville kunne medført «større kursutslag» og klager kommenter at det faktum at en slik melding ville vært egnet til å medføre *overdrevne* markedsreaksjoner – og slik sett i realiteten villedde markedet – imidlertid ikke kan brukes som et argument for at det forelå korresponderende *høy* «feilprising». Samlet sett må det etter klagers oppfatning legges til grunn at kursutslaget på 22,5 % kun for en del skyldtes hendelsene i de to engasjementene, og følgelig at «feilprisingen» ikke var «vesentlig», og under enhver omstendighet var atskillig lavere enn det man ser i en rekke situasjoner av utsatt offentliggjøring, alt fra oppkjøpstilbud, emisjoner, restruktureringer mv.

Klager anfører at dersom feilprisingen benyttes som moment i vurderingen, må denne etter forarbeidene avveies mot de ulemper og skadevirkninger en offentliggjøring på det aktuelle tidspunktet hadde medført for banken. Klager mener ulempene knytter seg til to forhold; spolering av den planlagte emisjon og at banken hadde risikert å bli satt i spill.

Klager mener at børsens forutsetning om at en emisjon kunne bli mer krevende ved en tidligere offentliggjøring, men at den ikke var avgjørende for selskapets overlevelsessevne eller for å oppfylle regulatoriske kapitaldekningskrav på kort sikt, bygger på en misforståelse av de faktiske forhold.

For det første viser klager til at bankens finansielle rådgivere Pareto Securities og Fondsfinans i brev 19. august 2016 til børsstyret har redegjort for hvorfor en børsmelding 30. mars 2016 hadde medført betydelig risiko for at banken ikke ville være i stand til å gjennomføre den nødvendige emisjonen på et senere tidspunkt. De viser herunder til at etablering av et eventuelt garantikonsortium allerede før den 30. mars 2016 i lys av situasjonen måtte skjedd

til betingelser som ikke ga banken nødvendig sikkerhet for gjennomføring av emisjonen, og derfor ikke var et alternativ. Etablering av et tegningsyndikat for en rettet emisjon i en slik situasjon ville heller ikke vært mulig. Banken hadde etter deres vurdering ikke aktuelle og realistiske handlingsalternativer til å utsette offentliggjøring. Klager anfører at børsen synes å overprøve tilretteleggenes vurderinger av hvilken betydning en offentliggjøring 30. mars ville hatt for emisjonsarbeidet uten å gå inn i de faktiske problemstillinger Pareto Securities og Fondsfinans påpeker, og kun basert på en overfladisk henvisning til børsens egen «forståelse».

For det andre er det ifølge klager feil når børsen gir uttrykk for at en emisjon ikke var nødvendig, men kun noe banken gjorde «ut fra et ønske om å oppfylle bankens kapitaldekningsmålsetninger». Realiteten var ifølge klager at en emisjon var kritisk nødvendig for banken i den situasjonen som hadde oppstått. Klager viser til at de samlede nedskrivningene børsmeldt 21. april medførte at bankens kjernekapitaldekning ble redusert til 12,1 %, og derved for banken nær kapitaldekningskravene på 11,5 % etter Pilar 1, men at det ikke er slik at det ikke er av avgjørende betydning for en bank å oppfylle Finanstilsynets kapitaldekningsforventninger også ut over dette. Markedet ville ifølge klager ikke ha lest dette slik at banken bare risikerte å bryte egne kapitaldekningsmålsetninger, men ville sett hen til at Finanstilsynet gjennom flere uttalelser i markedet og i møte med de store bankene har signalisert krav om ren kjernekapitaldekning på 14 – 14,5 %. Slike myndighetskrav, som har utløst emisjoner i flere større sparebanker, ville også ifølge klager kunne forventes for banken.

En melding om tap i den aktuelle størrelsesorden ville ifølge klager ha medført at det ikke var realistisk for banken å nå det styret oppfattet som Finanstilsynets forventninger om kapitalkravsmålsetninger uten en emisjon, og effektene av å ikke overholde Finanstilsynets forventninger til kjernekapital kan være svært negative, og vil f.eks. kunne medføre at banken ikke tillates å betale renter på kjernekapital og ansvarlig kapital (fondsobligasjoner og ansvarlige lån), noe som innebærer at banken blir utelukket fra markedet for slike instrumenter i lang tid. På denne bakgrunn var en emisjon ifølge klager motivert ut fra et ønske om å oppfylle Finanstilsynets forventninger til kjernekapital, og når det oppsto risiko for at målsetningene ikke kunne nås ved balansetilpasninger mv., var en emisjon kritisk for markedets tillit til banken fremover. Usikkerheten skapt ved en slik melding kunne slik klager ser det *i seg selv* medført svikt i bankens funding, risiko for at innskuddsmassen ble redusert, og satt både kunde- og aksjonærverdier i spill, helt ute av proporsjoner i forhold til de aktuelle tapsavsetningenes reelle betydning for bankens virksomhet.

Klager viser til at børsen i saken vedrørende Wega Mining la til grunn at selskapet måtte kunne utsette offentliggjøring så lenge man arbeidet med en emisjon for å unngå å skade selskapets aksjonærer i for stor grad, til tross for den nokså åpenbare motstriden mellom selskapets kommunikasjon og de faktiske forhold. Klager mener at børsen i sin vurdering av utsatt offentliggjøring i Wega Mining-saken synes å ha lagt vekt på hensynet til selskapet og dets aksjonærer i en emisjonssituasjon på en måte som også banken burde kunne festet lit til.

Klager viser også til at det under den kommende markedsmissbruksforordningen, som nå er gjeldende rett i EU, vil det for banker og andre kredittinstitusjoner bli innført særskilte regler for utsatt offentliggjøring også i situasjoner der allmennheten villedes. Formålet er å ivareta hensynet til «*the financial stability of the issuer*» og «*preserve the stability of the financial system*». Bestemmelsen synliggjør ifølge klager at det gjør seg gjeldende særskilte hensyn for kredittinstitusjoner i slike situasjoner, og at muligheten til å finne løsninger uten offentlighet kan være nødvendig for å sikre finansiell stabilitet for banken og det finansielle systemet.

6.4 Subsidiær anførsel om at børsmelding 30. mars ville vært villedende

Subsidiært gjør klager gjeldende at en børsmelding 30. mars 2016 uansett ville vært villedende og følgelig at det ikke var noe regelbrudd av banken å ikke offentliggjøre denne.

Klager viser til at formålet med informasjonspliktreglene er å gi markedet korrekt og ikke-villedende informasjon, og at det ligger i sakens natur at vilkåret for utsatt offentliggjøring om at allmennheten ikke villedes ikke kan forstås slik at det forplikter selskapet til å sende en melding som i seg selv kan være villedende. Klager viser herunder til juridisk teori knyttet til markedsmissbruksforordningen (som viderefører hovedprinsippene fra markedsmissbruksdirektivet) jf. særlig *Lau Hansen*, Say when: When must an issuer disclose inside information? Publisert i *Nordic & European Company Law Working Paper* 1. juni 2016.

I tilfeller av uavklarte forhold kommer det ifølge klager også inn i bildet at børsmeldinger på et tidlig stadium kan være egnet til å «gi falske, uriktige eller villedende signaler om finansielle instrumenter», og følgelig representere markedsmanipulasjon jf. verdipapirhandelloven § 3-8 annet ledd nr. 3. Klager viser i den anledning til rapport fra European Securities Markets Expert Group (ESME) om *Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation (2007)*.

Klager viser til at børsen ikke synes å feste lit til bankens opplysninger om status i vurderingsprosessene 30. mars 2016, noe banken finner beklagelig, men slik at banken innser at det foreligger mindre skriftlig dokumentasjon fra bankens interne vurderingsprosesser i denne perioden enn det som ville vært ønskelig i lys av børsens undersøkelser. I denne sammenheng velger imidlertid klager å fokusere på det som ifølge klager fremstår som uomtvistet, nemlig (i) at banken per 30. mars 2016 ikke visste hvor store nedskrivningene ville bli, (ii) at finansiell due diligence akkurat var påbegynt med tilhørende risiko for høyere nedskrivninger på flere engasjementer, (iii) at banken ikke visste om samlede nedskrivninger ville bli av en slik størrelse at banken kunne risikere brudd med kapitaldekningskravene, (iv) at banken ikke visste i hvilken utstrekning nedskrivningene ville bli henført til hhv. årsregnskapet for 2015 og første kvartal 2016 (v) at banken ikke hadde avklart hvor stor del av nedskrivningene som skulle tas på eierkapitalen kontra den eierløse kapitalen. Bankens vurdering var at det ville være uforsvarlig å offentliggjøre en melding før dette var avklart. Klager redegjør nærmere for ovennevnte forhold, og anfører at det på denne bakgrunn i sum forelå usikkerhet på vesentlige punkter knyttet til de mulige tapsnedskrivningene per 30. mars 2016.

Etter bankens vurdering blir det for lett vint når børsen uttrykker at markedet er godt egnet til å håndtere usikkerhet, gitt at forutsetningene for denne usikkerheten identifiseres, og mener for tidlig offentliggjøring av informasjon kunne medføre unødvendige svingninger som kan virke uheldig for både utstederselskapet og markedet for øvrig. Klager viser herunder til uttalelsene i rapporten fra European Securities Markets Expert Group. Ifølge klager må det derfor gjøres en konkret vurdering av den foreliggende situasjon ut over en anførsel om at markedet generelt er i stand til å håndtere usikkerhet.

Uavhengig av hvordan en børsmelding hadde blitt formulert i banken per 30. mars 2016, ville den ifølge klager ikke gitt adekvat informasjon til markedet. Meldingen ville, slik klager ser det, vært prematur både med hensyn til nedskrivningenes størrelse, hvor kritisk situasjonen var for banken, hvordan banken ville håndtere det, og utvilsomt utløst en bølge av spekulasjoner. Markedet ville ifølge klager oppfattet meldingen som et umiddelbart emisjonsvarsel.

Klager anfører at børsen ikke har forklart hvilke avklaringer som etter børsens oppfatning fant sted fra 17. mars (nest siste arbeidsdag før påske) til 30. mars (andre arbeidsdag etter påske). Uavhengig av hvilket faktum man legger til grunn med hensyn til status i bankens vurderingsprosesser, er det ifølge klager ikke noe grunnlag for å mene at de ovennevnte uklarhetspunktene – usikkerhet med hensyn til nedskrivningenes størrelse, betydning for kapitalkrav, manglende due diligence, manglende avklaring mht. regnskapsmessig periodisering og belastning på eierkapital - var nevneverdig mindre reelle den 30. mars enn den 17. mars. Den risikoen for villedning som børsen ser den 17. mars var dermed ifølge klager ikke merkbart redusert – selv om man skulle mene at bankens anslag over tapenes størrelse på dette tidspunktet var beheftet med noe mindre usikkerhet.

Ved vurderingen av om en børsmelding kunne være villedende per 30. mars, mener klager at børsen synes å vri på vurderingsnormen, slik at vurderingstemaet som oppstilles for informasjonsplikt per 30. mars er om det er *stor risiko* for at informasjonen selskapet går ut med er *fundamentalt feil*. Klager mener at børsnoterte selskaper rimeligvis ikke kan være forpliktet til å børsmelde et uavklart forhold basert på en slik norm. Det korrekte skjønstemaet må ifølge klager være om man har kommet til et punkt der informasjonen ikke lenger vil kunne være villedende for markedet, og viser til ovennevnte juridisk teori (Lau Hansen). Klager viser videre til at en børsmelding offentliggjøres av selskapet på eget ansvar, og kan i ytterste konsekvens eksponere styre og ledelse for erstatningssøksmål og påstander om å ha manipulert markedet ved «falske, uriktige eller villedende signaler». Det kan etter klagers oppfatning ikke etableres et regime der styret og ledelsen må balansere på en hårfin linje mellom potensielt å villedde markedet ved en prematur melding som i ettertid kan vise seg å være vesentlig feil og utløse krav eller sanksjoner for dette, eller å bli ilagt overtredelsesgebyr fra Oslo Børs for brudd på informasjonsplikten.

Klager anfører at en melding om mulige tap uten å nevne at det faktisk var igangsatt et aktivt emisjonsarbeid med due diligence mv, ville vært i kjernen av klassisk villedning også etter reglene om utsatt offentliggjøring, og klager viser herunder til børs sirkulære 3/2005, der det fremheves at et «selskap ved utsendelse av en børsmelding som utgangspunkt ikke kan utsette offentliggjøring av enkelte opplysninger dersom dette vil medføre at børsmeldingen samlet sett blir villedende».

Klager mener at dersom Oslo Børs hadde benyttet en korrekt rettslig norm og lagt til grunn de faktiske forhold beskrevet over, ville resultatet i saken måtte blitt et annet. Klager mener børsen bør utvise varsomhet med i ettertid å overprøve selskapets vurderinger av om en børsmelding om et foreløpig forhold ville vært prematur og villedende for markedet og en slik vurdering fremstår som forsvarlig fundert på det tidspunktet den ble gjort.

6.5 Konsekvensene av vedtaket

Med børsens vedtak kommer man i følge klager i den situasjon at vilkåret om villedning av allmennheten for utsatt offentliggjøring tolkes så strengt at det krever offentliggjøring av en børsmelding som i seg selv kunne være villedende.

Klager anfører videre at dersom terskelen for villedning av markedet skal legges så lavt som det er tale om i denne saken – grunnleggende basert på innfortolkning av et budskap uten forankring i hverken noen intensjon hos avsender, tydelige ordlydsformuleringer eller synbare markedsforventninger – vil det etter det klager kan se være skapt en usikkerhet ved utsatt offentliggjøring som vil kunne slå inn i en rekke situasjoner. Det er etter klagers erfaring mer hovedregelen enn unntaket at en utsatt offentliggjøringssituasjon vil kunne stå i et visst spenningsforhold til tidligere kommunikasjon fra selskapet; ofte er det jo nettopp det som gjør opplysningene til innsideinformasjon. Klager hevder at dersom man i tillegg skal fortolke uttalelser om historisk utvikling som en prognostisering om fremtidig utvikling, slik børsen ifølge klager gjør i denne saken, vil utsatt offentliggjøring regelmessig kunne karakteriseres som villedning av allmennheten. Ikke minst i den markedsituasjonen man i dag befinner seg, vil en slik usikkerhet ifølge klager kunne gjøre situasjonen vanskelig å håndtere for børsnoterte selskaper med kapitalutfordringer.

Dersom børsens vedtak skulle bli stående, mener klager også at saken vil innebære et signal til banker notert på Oslo Børs om at de særskilte behov for tillit og stabilitet som gjør seg gjeldende i finanssektoren tillegges liten eller ingen vekt.

Klager mener derfor at denne saken også dreier seg også om hvilken trygghet selskaper som utsetter offentliggjøring etter sin beste vurdering av foreliggende faktiske forhold og myndighetsveiledning og i full åpenhet overfor Oslo Børs skal ha for at de ikke i ettertid blir møtt av sanksjon og påstander om å ha villedet markedet og påført investorer tap.

7. Børsens merknader til klagen

I børsens oversendelsesbrev til Børsklagenemnden 26. september 2016 har børsen bl.a. følgende kommentarer til klagen:

Vedr. børsens saksbehandling

Børsen viser til bankens anførsler om at de to brevene datert 19. august, som ble stilet til styret ved Oslo Børs, «ikke sees reflektert i børsstyrets vurderinger». Børsen redegjør for omstendighetene rundt disse brevene, og herunder at de er vurdert av styret ved vedtaket om overtredelsesgebyr. Børsen kan ikke se at det er grunnlag for å hevde at saksbehandlingen har vært mangelfull eller på annen måte klanderverdig.

Vedr. rettslig utgangspunkt og børsens vedtak

Når det gjelder klagers anførsel om at «overtredelsesgebyret mot Sandnes Sparebank representerer en betydelig innskjerpelse av børsens praktisering av vilkåret om villedning av allmennheten» viser børsen blant annet til at en helt identisk sak ikke har vært satt på spissen tidligere, da det i de sammenlignbare sakene ikke har vært fattet beslutning om utsatt offentliggjøring på tidspunkt da innsideinformasjon oppstod.

Vedr. børsens påstand om at banken guidet markedet

Børsen påpeker at begrepet «guiding», som selskapet benytter er et lite dekkende begrep for selskapets kommunikasjon med markedet gjennom sin fjerdekvartalsrapport, og viser til at i børsens vedtak om å ilegge overtredelsesgebyr benyttes dette begrepet kun en gang, men da i hermetegn. Øvrige steder begrepet guiding benyttes i vedtaket er det knyttet til sitater eller andre henvisninger til selskapets uttalelser. Det gir ifølge børsen mer mening å benytte termen «selskapsskapte forventninger», altså det informasjonsbildet som ble skapt på bakgrunn av de samlede uttalelser, herunder målsetninger, som selskapet kommuniserer i fjerdekvartalsrapporten, noe som børsen har forsøkt å gi uttrykk for i vedtaket.

Vedr. rettslig utgangspunkt

Børsen viser til klagers anførsel om at FCAs veiledning har begrenset relevans for norsk rett, og at børsen uansett har misforstått denne veiledningen. Børsen presiserer at denne veiledningen har begrenset betydning som rettskilde og er ikke et eget grunnlag for børsens oppfatning av regelen om utsatt offentliggjøring. Henvisningen til veiledningen i vedtaket er presentert og benyttet som referanse til en oppfatning som samsvarer med børsens syn på den EØS-rettslige regelen om utsatt offentliggjøring. Veiledningen fra FCA er ifølge børsen generell og er ikke begrenset til situasjoner der utsteders finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet.

Vedr. anførsel om at en børs melding 30. mars ville vært villedende

Når det gjelder anførselen om at en børs melding 30. mars ville vært villedende er børsen og banken fundamentalt uenige. Børsen understreker at villedning ikke kan være et selvstendig grunnlag for å holde tilbake innsideinformasjon, men at dette er relevant og må vurderes innenfor unntaket om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon.

Videre understreker børsen at den i sitt vedtak uttrykker tvil ift. om selskapet hadde anledning å holde tilbake informasjonen om hendelsene etter 17. mars, og at 30. mars representerer det seneste tidspunkt nettopp fordi da hadde situasjonen utviklet seg til et punkt der banken klart kunne informert markedet om innsideinformasjonen som relaterte seg til tapsanslagene.

Børsen ønsker også å bemerke at det har vært krevende å få et klart bilde av faktum basert på selskapets redegjørelser alene, og således er det lagt betydelig vekt på den informasjon som fremkommer av bankens styreprotokoller, mv.

8. Klagers merknader

I brev 6. oktober 2016 gir klager merknader til børsens oversendelsesbrev, og anfører blant annet følgende:

Vedr. saksbehandling

Klager viser til at Oslo Børs skriver i sine merknader til klagen at den har funnet det «krevende å få et klart bilde av faktum», og anfører at det er skrevet en rekke redegjørelser for sakens ulike aspekter, herunder for betydningen av de ulike dokumentbevis. Banken har også tilbudt å stille i møter for å forklare og svare på spørsmål.

Klager uttrykker videre bekymring for *saksbehandlingen*, herunder fordi den faktiske anførselen som vedtaket bygget på - at banken gjennom fjerdekvartalsrapporten hadde skapt/segmentert en oppfatning om at større nedskrivninger ikke var forestående – ifølge klager ikke var gjenstand for kontradiksjon før utkast til styreinnstilling av 24. juni 2016. Klager redegjør videre for omstendigheter som de mener indikerer at børsen på et tidlig tidspunkt trakk slutninger om Sandnes Sparebanks håndtering av informasjonsplikten på sviktende faktagrunnlag.

Vedr. påstand om guiding av markedet

Klager mener at det fremstår for dem som underordnet om man bruker benevnelsen «guiding» eller «selskapsskapte forventninger».

Vedtaket er basert på uriktig rettsanvendelse

Spørsmålet er ifølge klager om det er juridisk holdbart å konstatere at allmennheten villedes på grunn av et påstått avvik mellom nye opplysninger og et *informasjonsbilde* som fortolkes ut av *samlede uttalelser* fra banken eller om reglene må forstås slik at vilkåret om villedning av allmennheten er begrenset til tilfeller av motstrid mot en *konkret* forutgående kommunikasjon.

Klager uttaler at det synes å være enighet om at den påståtte villedningen ikke er knyttet til en konkret kommunikasjon fra banken om sannsynligheten for større nedskrivninger, og at banken ikke hadde tilsiktet å skape noen forventninger rundt dette.

Klager gjennomgår de ulike rettskildene, herunder lover, direktiver, forarbeider, børssirkulære, praksis og reelle hensyn, markedsmisbruksforordningen og ESMA's retningslinjer til denne, og konkluderer med at det ikke er holdepunkter for å fortolke vilkåret om villedning av allmennheten slik at det utelukker utsatt offentliggjøring fordi nye opplysninger ikke er i samsvar med det *informasjonsbildet* som etter børsens vurdering er skapt av selskapet basert på *samlede uttalelser*. Et slikt regime ville stå i direkte motstrid til hensynet til klarhet og forutberegnelighet. Klager anfører at vedtaket på denne bakgrunn er basert på feilaktig rettsanvendelse, og må oppheves.

Vedtaket er i strid med MAR

Klager finner også grunn til å påpeke at den rettslige normen vedtaket er basert på uansett vil måtte forkastes når markedsmisbruksforordningen implementeres i norsk rett, herunder fordi den forståelsen av kriteriet om villedning av allmennheten som er uttrykt i vedtaket fra Oslo Børs ifølge klager savner forankring i veiledningen fra ESMA og andre autoritative kilder på europeisk nivå.

Vedtaket er basert på sviktende faktiske forutsetninger

Klager gjentar at det *under enhver omstendighet* ikke er grunnlag i sakens *faktiske forhold* for å hevde at opplysningene om hendelsene i de to engasjementene var i motsatt retning av selskapsskapte forventninger om at større nedskrivninger ikke kunne påregnes.

Klager oppfatter at det nå er enighet om at veiledningen fra FCA ikke har noen nevneverdig vekt i saken, og med hensyn til den nærmere forståelsen viser klager til veiledningen og klagen.

Klager oppfatter det videre dette dithen at Oslo Børs mener at det faktum at en børsmelding ville være *villedende* ikke er tilstrekkelig grunnlag for å utsette offentliggjøring. Klager mener dette synes å harmonere med normen formulert av børsen i vedtaket om at selskapet kun vil være fritatt fra å offentliggjøre en børsmelding dersom det er *stor risiko* for at denne er *fundamentalt feil*. Etter klagers oppfatning må det være klart ut fra formålet med den børsrettslige informasjonsplikten at et selskap ikke er rettslig forpliktet til å offentliggjøre en børsmelding som vil kunne villedde allmennheten. Klager mener at den oppfatningen børsen gir uttrykk for med hensyn til dette rettsspørsmålet synes å være årsaken til at de usikkerhetsmomenter som forelå per 30. mars 2016 ikke er nærmere vurdert i vedtaket. Usikkerhetsmomentene ville gjort en børsmelding egnet til å villedde markedet, og følgelig var banken ikke rettslig forpliktet til å offentliggjøre noe på dette tidspunktet. Vedtaket er også på dette grunnlag basert på feilaktig rettsanvendelse og må oppheves.

9. Børsklagenemnden skal bemerke:

9.1 Lovgrunnlaget

Etter verdipapirhandelloven § 5-2 skal utstedere av finansielle instrumenter opptatt på regulert marked «uoppfordret og umiddelbart» offentliggjøre «innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § 3-2 første til tredje ledd». Med innsideinformasjon menes etter § 3-2 første ledd «presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet». Andre og tredje ledd utdyper innholdet nærmere. Informasjonsplikten inntreder således omgående når det foreligger innsideopplysninger, og opplysningene skal utstederen gi av eget tiltak, uten anmodning fra børsen.

Etter § 5-3 kan likevel utstederforetaket på eget ansvar utsette offentliggjøring av opplysninger som nevnt i § 5-2 for ikke å skade sine legitime interesser. Vilkårene følger av § 5-3 første og annet ledd:

(1) Utsteder kan utsette offentliggjøring av opplysninger som nevnt i § 5-2 første ledd for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt, jf. § 3-4.

(2) Legitime interesser som nevnt i første ledd kan typisk relatere seg til:

- 1. Pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter hvor resultat eller normal gjennomføring må forventes å bli påvirket av offentliggjøring. I særdeleshet der utstедers finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet uten at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at utsteder er insolvent, kan offentliggjøring utsettes for en begrenset periode, dersom offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjeeiere eller långiveres interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre utstедers langsiktige finansielle situasjon.*

2. *Beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre i kraft som følge av utsteders organisering, forutsatt at offentliggjøring av den ikke endelige beslutningen eller kontrakten sammen med opplysning om at endelig godkjenning ennå mangler, vil kunne villedde allmennhetens korrekte vurdering av forholdet.*

9.2 Saksbehandlingen

Klagen inneholder innsigelser mot saksbehandlingen ved Oslo Børs, herunder at børsen har bygget på et faktum som ikke var belyst i saksforberedelsen, at anførselene mot banken endret seg underveis og at anførselene i henholdsvis bankens og tilretteleggerens brev i sluttfasen før børsens styrebehandling av saken ikke er reflektert i børsstyrets vedtak.

Børsklagenemnden bemerker at Oslo Børs innledningsvis i sine undersøkelser ba banken om å uttale seg om vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt, herunder særskilt om villedningsforbeholdet. Videre var banken i sluttfasen av saksforberedelsen kjent med fokus på den informasjon banken tidligere hadde offentliggjort, og Børsklagenemnden legger til grunn at brevene av 19. august 2016 ble fremlagt for og vurdert av børsstyret.

Børsklagenemnden oppfatter ikke klagen slik at det direkte anføres saksbehandlingsfeil og kan heller ikke se at det er begått noen slik feil. At fokus endres under saksbehandlingen i en sak – ofte som følge av de uttalelser som kommer inn i tilknytning til forhåndsvarsel – er ikke ualminnelig. Banken har videre i stor bredde imøtegått avgjørelsesgrunnlaget i sin klage. Anførselene i klagen er vurdert av styret i Oslo Børs som har opprettholdt sitt vedtak. Banken har kommet med tilleggsbemerkingen. Børsklagenemnden har full kompetanse i saken.

9.3 Materielle problemstillinger i saken

Klagen gjelder forståelsen av vilkåret i § 5-3 om at «allmennheten ikke villedes av utsettelsen» og den konkrete anvendelsen av vilkåret. Banken anfører i klagen at børsens vedtak er bygget på en uklar forståelse av de rettslige normer og feil faktum.

Børsklagenemnden vil understreke at den etter børsforskriften § 35 (1) kan prøve alle sider av saken.

9.3.1 Når forelå innsideinformasjon?

Oslo Børs styre har i sitt vedtak lagt til grunn at banken senest 17. mars 2016 hadde innsideinformasjon knyttet til tap på to engasjementer som uoppfordret og umiddelbart skulle ha vært offentliggjort etter verdipapirhandelloven § 5-2. Børsklagenemnden er enig med børsstyret i at det forelå slik innsideinformasjon senest på dette tidspunkt. Nemnden vil også fremheve at bankens planer om å gjennomføre en større emisjon av egenkapital, og krav til «due diligence» i forkant av denne, også utgjorde innsideinformasjon fra dette tidspunkt.

Børsklagenemnden mener at det sannsynligvis forelå innsideinformasjon i banken på et tidligere tidspunkt, og deler børsens oppfatning at «det allerede kort tid etter 7. mars forelå *presise opplysninger* knyttet til sannsynlige tap på de aktuelle låneengasjementene som var tilstrekkelig spesifikke til å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse begivenhetene på kursen til bankens egenkapitalbevis».

Børsklagenemnden vil i den forbindelse minne om at begrepet innsideinformasjon også har en viktig side til forbudet mot innsidehandel. Her synes banken i klagen å legge til grunn en for snever forståelse av begrepet «presise opplysninger» i definisjonen av innsideinformasjon i verdipapirhandelloven § 3-2. Dersom det eksempelvis fremstår som sannsynlig for utsteder at denne vil lide et større tap på utestående krav (eller på andre kontrakter og transaksjoner) vil det utgjøre innsideinformasjon selv om det urealiserte eller realiserte tapet ennå ikke er sikkert tallfestet.

Børsen har på dette punktet fremhevet følgende, som nemnden slutter seg til:

Banken har vist til at det frem til 14. april ble arbeidet med ulike konkurssansynligheter og dividendebetraktninger for [xx] og ulike kanselleringsansynligheter for [yy]. Etter Børsens syn er ikke usikkerhet om hvor store nedskrivninger man ville ende opp med og hvilket kapitalbehov dette ville medføre, avgjørende i vurderingen av om det foreligger inntrufne begivenheter som utgjør presis informasjon. Det vesentlige er at opplysningene er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse begivenhetene på kursen til egenkapitalbevisene. Selv om det heftet usikkerhet med tanke på størrelsen på de aktuelle tapsanslagene, kan det ikke, etter børsens vurdering, være tvil om at det tidlig i prosessen var klart for banken at de to hendelsene ville generere betydelige økninger i tapsavsetningene utover det som ble kommunisert i fjerdekvartalsrapporten.

9.3.2 Ville en offentliggjøring skade bankens legitime interesser?

De økte tapsavsetningene og emisjonen ble først offentliggjort 21. april 2016. Spørsmålet blir dermed om vilkårene for utsatt offentliggjøring etter verdipapirhandelloven § 5-3 forelå i perioden fra det først oppsto innsideinformasjon i banken, og frem til offentliggjøring skjedde.

Børsstyret har i sitt vedtak gitt uttrykk for tvil om banken hadde «legitime interesser» i utsatt offentliggjøring, men har valgt ikke å overprøve bankens skjønn og la tvilen tale i favør av selskapet. I lys av spørsmålets prinsipielle betydning, og de argumenter som er fremmet av banken, finner Børsklagenemnden grunn til å kommentere også dette spørsmålet.

Børsklagenemnden vil til det rettslige utgangspunktet bemerke at verdipapirhandelloven § 5-3 annet ledd ikke uttømmende definerer de situasjoner der utsteder kan utsette offentliggjøring av opplysninger «for ikke å skade sine legitime interesser». At det må være snakk om skade i legitime interesser kan ikke forstås slik at enhver type skade på en «lovlig» interesse hos utsteder kan begrunne utsettelse. Loven må forstås slik at selskapets anførte interesse i utsettelse må underlegges en rettslig prøvelse der også markedets behov for informasjon og andre relevante hensyn må tas i betraktning. Sånn sett legger § 5-3 opp til en interesseavveining, men da i forhold til dette kriteriet.

Ved avveiningen må det tillegges vesentlig vekt at § 5-3 annet ledd nr. 1 oppstiller mer presise normer for de tilfeller der utstedeers «finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet uten at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at utsteder er insolvent». I slike tilfeller kan «offentliggjøring utsettes for en begrenset periode, dersom offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjeeiere eller långiveres interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre utstedeers langsiktige finansielle situasjon». Dette tar bl.a. sikte på situasjoner der en utsteder som er i alvorlige finansielle vansker i en

kritisk fase forhandler med sine kreditorer og eventuelt også med myndigheter og andre sentrale aktører, for å unngå en konkurs.

Det må legges til grunn at adgangen til utsatt offentliggjøring ikke er mer omfattende dersom utsteders finansielle situasjon er svekket, men ikke i samme prekære grad - det er snarere tvert imot mindre grunn til utsatt offentliggjøring i disse tilfellene.

Det følger av dette at det ikke er tilstrekkelig for utsettelse at selskapet er i en vanskelig finansiell situasjon man helst vil reparere før den kommer offentligheten for øye - det må påvises konkrete og sannsynlige skadevirkninger av en tidlig offentliggjøring. Bankens argumentasjon går her i hovedtrekk ut på at (i) en tidlig melding om de sannsynlige økte tapsavsetninger ville bli upresis og gitt grunnlag for spekulasjoner og usikkerhet, samtidig som det (ii) kunne fått meget alvorlige konsekvenser for selskapet dersom offentliggjøring av tapsavsetningen hadde skjedd før man fikk sikkerhet for gjennomføring av emisjonen som gjenopprettet nødvendig egenkapital. Banken har gått langt i å utdype de dramatiske følger dette kunne ha fått, herunder for dens innskuddsdekning. Det benyttes også uttrykk som at banken ville ha «kommet i spill», med referanse til omstendighetene rundt Nordlandsbanken.

Hva angår den første omstendigheten, har børsen konkludert som følger:

Banken har videre vist til at en eventuell melding på et tidlig tidspunkt:

«måtte ha indikert nivåer for avsetninger og emisjon for å gi en viss veiledning for markedets spekulasjoner, og disse indikasjonene ville legge en betydelig føring for det endelige utfallet mht. tapsavsetninger. Vesentlige endringer måtte som utgangspunkt offentliggjøres, og ville kunne skade tilliten til banken ytterligere (...).»

Uten å gå nærmere inn på hva en eventuell melding skulle angitt, kan Børsen vanskelig se at det ville være uforsvarlig overfor markedet å offentliggjøre informasjon om tapsanslag, eller et foreløpig intervall, gitt at det tydelig ble kommunisert den usikkerhet som forelå knyttet til de foreløpige estimatene. Dette til tross for at man den 17. mars på ingen måte hadde konkludert med nedskrivningenes størrelse eller hvorvidt disse skulle tas på regnskapet for 2015 eller Q1 2016

(...).

Oslo Børs mener at markedet er godt egnet til å håndtere usikkerhet, gitt at forutsetningene for denne usikkerheten identifiseres. En offentliggjøring av informasjonen som forelå per 17.mars, med en tilhørende identifisering av forutsetningene og usikkerhet, ville gitt markedet denne muligheten, og et grunnlag for en mer korrekt prising av selskapets egenkapitalbevis enn hva som var tilfelle i perioden 17. mars – 20. april. Hvorvidt man på dette stadiet ville valgt å offentliggjøre at man vurderte å gjennomføre en emisjon, ville i tilfelle vært en separat vurdering. I vurderingen er det relevant å peke på at det, slik Børsen forstår det, ikke var aktuelt at banken ville komme i brudd med gjeldende kapitaldekningskrav og at en emisjon var påkrevd ut fra bankens evne til å overleve, men snarere at man ønsket å opprettholde bankens tidligere kommuniserte kapitaldekningsmålsetninger og å være rustet til å møte fremtiden (...).

Børsklagenemnden deler dette synspunktet, og anser det som et viktig signal til utstederne. Ettersom innsideinformasjon kan oppstå før det foreligger eksakt informasjon, må det klare utgangspunktet være at selskapene kommuniserer til markedet også slik informasjon, med det presisjonsnivå og grad av forbehold selskapet anser påkrevd.

Når det gjelder nærmere krav til skadevirkningene, vil Børsklagenemnden bemerke at det avgjørende etter spesialregelen i § 5-3 annet ledd nr. 2, er om en offentliggjøring av den aktuelle innsideinformasjon vil skade innehaverne av de aktuelle verdipapirer ved å «undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger». Dette hjemler klart nok en utsatt offentliggjøring av fortrolige forhandlinger der offentlighet i seg selv vil forpurre de fortrolige forhandlingene. Det følger derimot ikke av dette at utsteder kan unnlate å opplyse markedet om et potensielt tap alene fordi utsteder er i forhandlinger om en emisjon for å gjenopprette selskapets egenkapitalsituasjon.

Det er denne forståelsen som bl.a. er reflektert i retningslinjer fra den britiske finanstilsynsmyndigheten (FCA) i sin kildebok (the Disclosure Guidance and Transparency Rules sourcebook («DTR»)) 2.5 G (1):

DTR 2.5.3 G (1)²⁰ does not envisage that an issuer will: (a) delay public disclosure of the fact that it is in financial difficulty or of its worsening financial condition and is limited to the fact or substance of the negotiations to deal with such a situation; or (b) delay disclosure of inside information on the basis that its position in subsequent negotiations to deal with the situation will be jeopardised by the disclosure of its financial condition.

Punktet hadde tidligere en noe annen tekst:

DTR 2.5.3 R (1) does not allow an issuer to delay public disclosure of the fact that it is in financial difficulty or of its worsening financial condition and is limited to the fact or substance of the negotiations to deal with such a situation. An issuer cannot delay disclosure of inside information on the basis that its position in subsequent negotiations to deal with the situation will be jeopardised by the disclosure of its financial condition.

Vilkåret om at en offentliggjøring av selskapets vanskelige finansielle stilling kan utsettes dersom dette vil «skade» verdipapireiernes interesser ved å «undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger», stiller etter ordlyden strenge krav til selskapenes begrunnelse for utsettelse.

FCA's alternativ (b) må anses som en klargjøring av samme norm, ved at det presiserer at selskapet ikke kan utsette en offentliggjøring kun fordi den ville skade dets forhandlingsposisjon i etterfølgende forhandlinger, om eksempelvis en emisjon.

Slik saken fremstår for Børsklagenemnden, oppfylte banken i dette tilfellet neppe vilkåret i § 5-3. Nemnden finner ikke grunn til å gå nærmere inn på denne vurderingen i denne sammenheng, i lys av saken for øvrig.

²⁰ DTR 2.5.3 G (1) lyder slik: *Delaying disclosure of inside information will not always mislead the public, although a developing situation should be monitored so that if circumstances change an immediate disclosure can be made.*”

Nemnden finner likevel grunn til å peke på at det skal mye til for at en utsteder over lang tid skal kunne utsette offentliggjøring av sannsynlige tapsavsetninger i den størrelsesorden det her er snakk om, med de potensielle dramatiske videre konsekvenser banken selv beskriver i klagen. Den klare hovedregel må være at de børsnoterte selskapene i en børsmelding må gi en kortfattet, men tilstrekkelig presis beskrivelse av sine finansielle vansker dersom de står overfor denne typen og lignende situasjoner. Dersom det er behov for en emisjon for å reparere forholdet og en offentliggjøring av de finansielle vansker og emisjonsplanene ville undergrave eller helt forpurre forhandlingene om emisjon, kan utsettelse skje, men det er nokså vanskelig å tenke seg at en slik situasjon vil kunne vare over uker.

9.3.3 Konfidensialitet

Det er på det rene at opplysningene knyttet til tap på de to engasjementene har vært behandlet konfidensielt.

9.3.4 Ikke villedning

Etter § 5-3 første ledd er et ytterligere vilkår for utsatt offentliggjøring at «allmennheten ikke villedes av utsettelsen». Dette er det materielle spørsmål som har fått mest oppmerksomhet i saken, jf. nærmere i punkt 9.4.

9.4 Generelt om forståelsen av villedningskriteriet

De sentrale rettskildene ved forståelsen av villedningsforbeholdet er lovens ordlyd, bakgrunnen for bestemmelsen og forarbeidene til den.

Paragraf 5-3 er en unntaksbestemmelse. Den stiller opp tre vilkår for utsatt offentliggjøring, utformet som et grunnvilkår knyttet til foretakets legitime interesser, og to tilleggsvilkår; at utsettelsen ikke villeder allmennheten og at opplysningene behandles konfidensielt. Bestemmelsen bygger på en overordnet avveining av hensynet til utsteder mot hensynet til allmennheten og markedet. Men slik loven er utformet oppstilles det tre separate vilkår som alle må være oppfylt for at en utsettelse er rettmessig.

Enhver utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon innebærer at kursrelevant informasjon ikke blir gitt. Markedet besitter med andre ord ikke fullstendig informasjon om alle forhold av betydning for riktig prising av de børsnoterte verdipapirer.

Dette tilsier at kriteriet om at «allmennheten ikke villedes» må innebære noe mer enn at markedet besitter ufullstendig informasjon som følge av utsettelsen av offentliggjøringen.

Slik bestemmelsen er formulert, kreves det ingen villedningshensikt – eller intensjon. Sanksjonsbestemmelsen i verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd oppstiller heller ikke noe krav om forsett, uaktsomhet er tilstrekkelig.

Børsklagenemnden viser videre til at verdipapirhandelloven § 5-3 om utsatt offentliggjøring er en videreføring av bestemmelsene i børsforskriften § 5-3 og § 10-3 som ble gitt 1. juli 2005 for å gjennomføre markedsmisbruksdirektivet (2003/6/EC) artikkel 6 nr. 2 i norsk rett. De norske bestemmelsene tilsvarer direktivbestemmelsen.

Den norske formuleringen av villedningsforbeholdet i børsforskriften og senere i loven ligger tett opp til ordlyden i direktivets artikkel 6 punkt 2, «provided that such omission would not be likely to mislead the public». Den norske lovteksten fremstår her som så presis at det ikke er ytterligere veiledning å hente i direktivets tekst.

Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), som lå til grunn for verdipapirhandelloven, gir heller ikke nærmere veiledning om innholdet i villedningskriteriet.

Banken har trukket frem uttalelser i høringsbrev av 14. januar 2005 fra Kredittilsynet til bestemmelsene i børsforskriften, hvor det heter:

.....Poenget må være at ikke enhver ulempe for selskapet medfører en adgang til å utsette offentliggjøring. Selskapets interesser må avveies mot de mulige skadevirkningene av en utsettelse for markedet, f.eks dersom utsatt offentliggjøring kan føre til en vesentlig feilprising av selskapets aksjer. Et annet moment vil være om selskapet selv har bidratt til at allmennheten kan bli villedet av en utsettelse. Det kan for eksempel tenkes at et selskap har inngått en viktig rammeavtale der motparten har en ensidig oppsigelsesadgang. I den grad selskapet offentliggjør at rammeavtale er inngått, kan offentliggjøring av at det (eventuelt skal) forhandles om oppsigelsesadgangen neppe utsettes selv om selskapet har en legitim interesse i slik utsettelse. Allmennheten vil i tilfelle bli villedet.

I børssirkulære 3/2005 pkt. 3.6.4 til børsforskriftene er villedningsforbeholdet omtalt:

....En utsettelse av å gi markedet innsideinformasjon vil nødvendigvis villedde markedet på en eller annen måte, da markedet ikke gis full informasjon. Vilåret om villedelse antas å gjelde en mer kvalifisert villedelse enn det en normal utsettelse av å informere medfører

Vilåret medfører eksempelvis at et selskap ved utsendelse av en børsmelding som utgangspunkt ikke kan utsette offentliggjøring av enkelte opplysninger dersom dette vil medføre at børsmeldingen samlet sett blir villedende. Videre kan det typisk begrense muligheten for utsatt offentliggjøring der markedet har berettigede forventninger om at et særskilt forhold vil inntre til en viss tid, for eksempel fordi det tidligere er meddelt markedet, men hvor det skjer endringer som medfører at den informasjon markedet har er blitt uriktig. Selv om selskapet i slike situasjoner kan ha legitime grunner for å utsette offentliggjøring av endringene, vil det ikke være adgang til dette.

Det er mye praksis om hva som er innsideinformasjon etter verdipapirhandelloven, og også enkelte avgjørelser som indirekte berører grunnvilkåret om et selskap har legitime interesser i utsatt offentliggjøring. Børsklagenemnden kjenner derimot ikke til at det foreligger avgjørelser av interesse om villedningskriteriet. Banken har vist til uttalelser fra Oslo Børs i to saker, Wega Mining ASA, Vedtak og uttalelser 2009 side 73 og Northland Resources SA, Vedtak og uttalelser 2013 side 112, som skal vise at børsen har lagt til grunn en høy terskel for når allmennheten skal anses villedet. Børsklagenemnden kan ikke se at det rettslig sett kan utledes noe av disse avgjørelsene med sikte på den foreliggende sak, ettersom spørsmålet om markedet ble «villedet» ikke ble diskutert.

Bergo: Børs- og verdipapirrett side 123-124 uttaler følgende:

Det store problemet med utsatt offentliggjøring er ikke nødvendigvis å dokumentere at selskapet har gode grunner til en utsettelse, men forutsetningen om at «allmennheten ikke må villedes av utsettelsen». Tas den på ordet, så kan utsteder neppe være taus i tilfeller der det dreier seg om klart kursrelevant informasjon, ettersom markedet da jo per definisjon ikke gjøres kjent med alle relevante forhold. Her er det etter mitt syn ikke bedre eller verre om man tilbakeholder negativ informasjon (jf. eksempelet i lovteksten med en alvorlig finansiell situasjon) enn en gladnyhet om et fremtidig oppkjøp. For de som kjøper aksjer i den tause fasen er det siste flott, det første ikke fullt så greit. For den som selger i mellomtiden er forholdet jo det stikk motsatte. Skal jeg driste meg til en vurdering av hvordan denne bestemmelsen blir praktisert, så er det en del som tyder på at forutsetningen om «villedning» blir forbeholdt for tilfeller der det offentlige informasjonsbildet er et vesentlig annet enn de tilbakeholdte opplysningene indikerer.

Børsklagenemnden vil oppsummere det norske rettskildebildet på følgende vis:

Etter ordlyden i § 5-3 er det avgjørende at allmennheten «ikke villedes av utsettelsen». Dette må bety at dette kriteriet både rammer tilfeller der et selskap sender en børs melding som gir ufullstendig informasjon om et forhold som har oppstått, og en ren unnlatelse av eller utsettelse med å sende en børs melding.

Det er ellers nærliggende å tolke loven i tråd med juridisk teori og børs sirkulærets første avsnitt; den offentlig tilgjengelige informasjonen må fremstå som kvalifisert feil i lys av utsettelsen av å gi ny informasjon. Dette kan oppsummeres som at den foreliggende offentlige informasjon må fremstå som «kvalifisert misvisende» for riktig prising av verdipapirene.

Om det er snakk om en ny «positiv» eller «negativ» hendelse som holdes tilbake, kan ikke være avgjørende. Derimot synes det klart at det ikke foreligger «villedning» med mindre den tilbakeholdte informasjon trekker i annen retning enn offentlig informasjon tilsier. Ut fra ordlyden kan det ikke være et absolutt vilkår om selskapet positivt har bidratt til å skape dette informasjonsbildet med sin tidligere informasjon til markedet, like lite som kriteriet «villedende» kan forbeholdes for de tilfeller der selskapet informerer markedet om en ny hendelse, men holder tilbake noe.

«Kvalifisert misvisende informasjon» vil nok lettest forekomme i situasjoner der selskapet nokså nylig har offentliggjort konkret og spesifikk innsideinformasjon om et eller flere forhold, og denne ikke lenger er dekkende som følge av endringer som berører de samme forhold, men kan altså ikke uten videre begrenses til disse tilfellene.

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

Så vel Oslo Børs som banken har i sin rettslige argumentasjon trukket frem markedsmissbruksforordningen (MAR) (596/2014), som ble vedtatt 16. april 2014 til

avløsning av markedsmisbruksdirektivet med virkning fra 3. juli 2016 i EU, og European Securities and Market Authority, ESMA's «Guidelines on the Market Abuse regulation» datert 13 juli 2016 (ESMA/2016/1130).

Vilkårene for utsatt offentliggjøring er videreført i artikkel 17 (4) i MAR. Formuleringen av villedningsforbeholdet i forordningen «delay of disclosure is not likely to mislead the public», tilsvarer teksten i markedsmisbruksdirektivet. Forordningen innførte dessuten en ny regel for kredittinstitusjoner om utsatt offentliggjøring av informasjon som kan ha betydning ikke bare for utstederforetaket, men også for det finansielle systems stabilitet, en spesialregel som ikke ville ha fått anvendelse i denne saken.

ESMA har gitt følgende retningslinjer for praktisering av villedningsforbeholdet i MAR artikkel 17(4):

«The situations in which delay of disclosure of inside information is likely to mislead the public includes at least the following circumstances:

- «a) the inside information the issuer intends to delay the disclosure of is materially different from a previous public announcement of the issuer on the matter to which the inside information relates to; or
- b) the inside information the issuer intends to delay regards the fact that the issuer's financial objectives are not likely to be met, where such objectives were previously publicly announced; or
- c) the inside information whose disclosure the issuer intends to delay is in contrast with the market's expectations, where such expectations are based on signals that the issuer has previously sent to the market, such as interviews, roadshows or any other type of communication organized by the issuer or with its approval.»

Formålet med eksemplifiseringen er angitt å være å gi veiledning for myndighetenes praktisering av markedsmisbruksforordningen. Det fremgår at oppregningen ikke er uttømmende.

Forordningen trådte i kraft først 3. juli 2016 i EU. Veiledningen ble i tid sluttført etter det saksforhold som skal vurderes i foreliggende sak, men kun hva angår noen mindre og ikke avgjørende presiseringer i bokstav c).

Den del av ESMA- veiledningen som ville fått direkte anvendelse i denne saken, er bokstav a). Den aktuelle innsideinformasjonen knytter seg her til de sannsynlige tapsavsetninger banken hadde lagt frem i regnskapstall (kvartalsrapport for Q4 2015 samt foreløpige regnskapstall 2015) og tilhørende børs melding få uker før. De nye forhold knyttet til to engasjementer medførte at det endelige revisorgodkjente og vedtatte årsregnskapet for 2015 fikk et helt annet innhold, noe som må ha fremstått som en klar sannsynlighet for banken på et tidlig stadium. De økte avsetningene medførte også endring i bankens emisjonsbehov/planer som også var beskrevet i det foreløpige regnskapet. Dette faller innenfor «kjernen» av eksempelet i bokstav a) og har intet med problematikken knyttet til selskapenes «guiding» av markedsforsventninger å gjøre, slik banken anfører.

ESMA's veiledning gir utvilsomt en klargjøring av hvordan ESMA ønsker at de nasjonale tilsynsmyndighetene i Europa skal praktisere kriteriet «villedning». Hva spesielt angår dets

bokstav a) fremstår imidlertid vurderingstemaet som å være i god harmoni med det som ligger i begrepet «villedning» i den norske lovteksten.

9.5 Nærmere vurdering under villedningskriteriet

Oslo Børs' styre har i sitt vedtak lagt til grunn at allmennheten senest 30. mars 2016 ble villedet av den utsatte offentliggjøring av innsideinformasjonen om tap på de to engasjementene. Denne dagen ble det holdt et møte mellom banken og de finansielle rådgiverne som redegjort for i bankens uttalelse 6. mai 2016:

Som grunnlag for beregning av bankens kapitalbehov ble det estimert et tapsanslag på NOK 155 millioner knyttet til engasjementene med [xx] og [yy], og det mulige emisjonsprovenyet ble oppjustert til NOK 350-375 millioner. Det ble også lagt til grunn som en forutsetning i emisjonsarbeidet at tapsavsetningene skulle tas i 2015-regnskapet. Det ble fremlagt en tidsplan for gjennomføring av emisjonen med sikte på offentliggjøring 21. april 2016, der det blant annet var lagt opp til at presentasjon for garantister skulle være klar 8. april 2016.

Børsklagenemnden ser først på den informasjon allmennheten hadde i perioden 30. mars 2016 til børsmeldingen 21. april 2016.

Den 26. februar 2016 offentliggjorde banken kvartalsrapport for fjerde kvartal 2015. Børsmeldingen inneholdt hovedpunktene i rapporten:

Hovedpunkter fjerde kvartal 2015

- Resultat før skatt ble 5,0 (11,8) millioner kroner*
- Rentemarginen ble 1,56% (1,71%)*
- Rentenettoen ble 111,9 (123,6) millioner kroner*
- Totale kostnader ble 97,6 (87,6) millioner kroner*
- Verdiutviklingen på finansielle instrumenter utgjorde -8,7 (-15,3) millioner kroner*
- Tap og nedskrivninger utgjorde 17,8 (29,6) millioner kroner, hvorav gruppenedskrivninger utgjorde 9,4 (5,3) millioner kroner*
- Til tross for svakere makroutvikling, er det en positiv utvikling i tapsutsatte engasjement*
- Egenkapitalavkastningen ble 0,9 % (2,2%) før skatt, og 2,0 % (1,1%) etter skatt*
- Innskuddsdekningen for konsernet ble 49,7 % (59,9%), og for morbanken 71,4 % (83,9 %)*
- Kjernekapitaldekningen ble 14,7 % (13,2%)*
- Ren kjernekapitaldekning ble 13,0 % (12,0%)*
- Forventninger om økte andre inntekter, og vesentlig kostnadsreduksjon i 2016*

Tallstørrelser i parentes gjelder tilsvarende periode i 2014

Uttalelsene om utvikling i tapsutsatte engasjementer og forventninger om økte andre inntekter og vesentlige kostnadsreduksjoner er de samme som i rapporten for tredje kvartal, offentliggjort 6. november 2015.

Om utsiktene het det i rapporten:

Sandnes Sparebank har gjennom de siste årene foretatt en rekke strukturelle grep for å redusere risikoen i banken, og stabilisere inntjeningen. Gjennom 2015 er det gjennomført en vellykket konvertering av Eika Gruppen, og banken kan gå inn i 2016 med en langt lavere kostnadsbase og et langt bedre produktspekter.

I tråd med markedspraksis og basert på det styret oppfatter som Finanstilsynets forventninger er det besluttet å øke målsetningen for ren kjernekapital til 14 % innen utgangen av 2016, og 14,5 % innen utgangen av 2017. Kapitalmålsetningene forutsetter en motsyklisk kapitalbuffer på 2,5 %. Banken har gjennom 2015 vist handlekraft ved å redusere beregningsgrunnlaget med 1,0 milliarder kroner. For 2016 legges det opp til ytterligere balansetilpasninger, men det planlegges ikke noen emisjon for å oppnå kapitalmålsetningene.

Bankens likviditet er god, og utestående gjeld som forfaller de to neste årene er begrenset.

2015 har vært et krevende år for næringslivet i vår region, og det forventes at 2016 også blir utfordrende. Banken har en streng praksis i forhold til å bokføre tapsavsetninger når de oppstår. Gjennom 2015 var bankens tapsavsetninger på 22 basispunkter. For 2016 forventer styret at disse vil øke til 30- 35 basispunkter.

Banken er godt posisjonert til å møte de markedsmessige utfordringene som måtte komme fremover, og styret forventer en god og stabil inntjening i den underliggende bankdriften.

Rapporten er gitt som ledd i rapporteringsforpliktelser og inneholder blant annet opplysninger om målsetninger for å oppfylle myndighetenes kapitalkrav. De tall som presenteres er riktignok «historiske» tall, men gir markedsforventninger basert på disse og det som ellers fremgår. Her ligger rapporten også meget nær i tid til de omstendigheter som utløste spørsmålet om umiddelbar og uoppfordret informasjonsplikt.

Det sentrale vurderingstemaet i saken er, som nevnt, om allmennheten ble villedet. Selv om den informasjon som var gitt inneholdt uttalelser om utfordrende tider og om flere basispunkter tapsavsetninger ga den, herunder det som fremgår om utviklingen i tapsutsatte engasjementer, målsetningen for ren kjernekapital og at det ikke var planlagt noen emisjon for å nå kapitalmålsetningene, forventninger som klart og vesentlig ble brutt ved de anslagene som ble gitt 30. mars 2016 over tap på de to engasjementene. Anslagene samsvarer rimelig godt med tapsanslagene 21. april 2015, da kursene etter børsmeldingen falt med 22,5%. Børsklagenemnden tilføyer at vurderingen skal skje ut fra det som forelå før opplysningene om tapene ble offentliggjort, og børsmeldingen 21. april 2016 inneholdt også andre elementer. Men kursfallet er likevel ikke uten betydning ved vurderingen.

Etter Børsklagenemndens syn må det konkluderes med at det fra senest 30. mars forelå innsideinformasjon i banken om sannsynlige tapsavsetninger og emisjonsbehov, og som i lys av den informasjon som ble gitt i kvartalsrapporten få uker før, medførte at allmennheten ble villedet gjennom utsettelsen.

Etter Børsklagenemndens syn kan bankens anførsler om at det ikke forelå en slik forventning som Oslo Børs har lagt til grunn ikke føre frem.

Børsklagenemnden er seg bevisst at sviktende egenkapitaldekning i en bank kan få store konsekvenser, men kan ikke se at børsens praktisering vil gjøre at Oslo Børs er en uegnet markeds plass for banker. I den grad bankens emisjonsbestrebelse var så sårbare for forstyrrelser som klager anfører, kan dette tilsi ytterligere påpasselighet med å gi markedet en «advarende informasjon» slik at børshandelen ikke fortsetter på uriktige premisser. Den nye markeds misbruksforordningen har som nevnt et eget unntak for banker, basert på samtykke fra myndighetene. Dette vil også måtte innføres i norsk rett når forordningen implementeres. Dette taler ikke for at banker i større grad enn andre utstedere generelt kan utsette offentliggjøring av kritisk informasjon når dette vil være å villedde allmennheten.

I lys at det som er sagt ovenfor, finner Børsklagenemnden at heller ikke bankens subsidiære anførsel om at en børsmelding 30. mars ville ha vært villedende kan føre frem.

Overtredelsesgebyret er hjemlet i verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd. Etter denne bestemmelsen forutsetter slikt gebyr at det foreligger forsettlig eller uaktsom overtredelse. Børsklagenemnden finner det klart at banken har utvist uaktsomhet ved ikke å gi korrekt informasjon til markedet senest 30. mars.

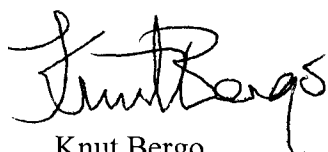
Børsklagenemnden har ikke noe å tilføye til børsens utmåling av overtredelsesgebyret.


Børsklagenemnden fatter etter dette slikt enstemmig

vedtak:

Børsstyrets vedtak 24. august 2016 stadfestes.


Liv Gjelstad


Knut Berge


Espen Klitzing

• 
Toril Mæland


Christian Lund