

Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2013



WIKBORG | REIN



Foto: Iija Hendel

58 børsnoteringer siden 2005

OSLO • BERGEN • LONDON • SINGAPORE • SHANGHAI • KOBE

FORORD

Børssirkulærer, vedtak og uttalelser består av utdrag fra de vedtak, brev og andre uttalelser som antas å ha interesse fordi de illustrerer fortolkninger eller praksis. I tillegg er alle børs-sirkulærer fra 2013 inntatt.

Gjengivelsen her er i noe grad tilpasset offentliggjøring blant annet ved anonymisering og tilpasning av overskrifter. Gjengivelsen vil derfor kunne avvike noe fra den nøyaktige teksten, vedtak eller uttalelser. En del uttalelser er gitt pr. e-post, eller som referat av andre samtaler og har en mer uformell form. Vi har likevel tatt dem med når de kan ha interesse utover den aktuelle sak. Vi gjør også oppmerksom på at fotnotene blir nummerert fortløpende i dokumentet og gjenspeiler derfor ikke samme nummerering som i originaldokumentene. Oslo Børs gjør oppmerksom på at det kan være enkelte feil og mangler i gjengivelsen.

Børsklagenemndens vedtak, enkelte av børsstyrets vedtak og børs-sirkulærer publiseres løpende.

Gratis abonnement kan bestilles på børsens nettside:

<http://www.oslobors.no/user/register>

Utarbeidelse av Børssirkulærer, vedtak og uttalelser er hvert år et betydelig arbeid. Det rettes en stor takk til alle bidragsyterne, og som vanlig særlig Kjell Vidjeland, Ida Weyer-Larsen og Rita Distad som har gjort en kjempejobb i forbindelse med utarbeidelsen av dokumentet og vært til stor hjelp for undertegnede.

Oslo Børs, 21.01.2014

Øivind Amundsen
Direktør
Førstehåndsmarkedet og juridiske tjenester
Oslo Børs ASA

INNHOILDSFORTEGNELSE

1	BØRSSIRKULÆRER 2013.....	5
1.1	BØRSSIRKULÆRE 1/2013: REVIDERTE OPPTAKSKRAV OG INFORMASJONSPLIKTER FOR OLJE- OG NATURGASSELSKAPER	6
1.2	BØRSSIRKULÆRE 2/2013: ENDRINGER I AKSJEUTSTEDERREGLENE FOR OSLO BØRS OG OSLO AXESS	7
1.3	BØRSSIRKULÆRE 3/2013: ENDRINGER I OBLIGASJONSREGLENE FOR OSLO BØRS OG NORDIC ABM.....	27
1.4	BØRSSIRKULÆRE 4/2013: ENDRINGER I AVGIFTER VED NOTERING AV AKSJER PÅ OSLO BØRS OG OSLO AXESS	41
1.5	BØRSSIRKULÆRE 5/2013: ENDRINGER I PRISER FOR FØRSTEHÅNDSMARKEDET PÅ OSLO BØRS, OSLO AXESS OG NORDIC ABM.....	42
2	OPPTAK TIL BØRSNOTERING.....	46
2.1	NYE SELSKAPER I 2013	46
2.2	OPPTAKSPRAKSIS.....	46
2.2.1	Vurdering av egnethet for notering som følge av enkelte bestemmelser i managementavtale vedr. terminering, honorering og valg av styremedlemmer - EAM Solar ASA (11.03.2013)	46
2.2.2	If issued-listing og force majeure (e-post av 06.09.2013)	49
2.2.3	If issued-listing og legal opinion i forbindelse med notering (e-post av 24.10.2013)	51
2.2.4	Vedr. kompetansekrav for styremedlemmer (e-post av 20.09.2013) ..	51
2.2.5	Vedr. kompetansekrav for styremedlemmer – erfaring fra selskaper notert på andre børser (e-post av 27.09.2013)	52
2.2.6	Link Mobility Group ASA – Feil i tidligere års N-GAAP-regnskaper og regnskapskompetanse (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 12.11.2013).....	52
2.2.7	Link Mobility Group ASA – styreavhengighet (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 12.11.2013)	55
3	STRYKNING/SUSPENSJON	56
3.1	SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING.....	56
3.2	STRYKNINGSSAKER.....	56
3.2.1	24seven Technology Group ASA – avslag på søknad om strykning av selskapets aksjer fra notering på Oslo Axess (vedtak av 21.03.2013) 56	
3.2.2	24seven Technology Group ASA – innvilgelse av søknad om strykning av selskapets aksjer på Oslo Axess (vedtak av 28.05.2013).....	65
3.2.3	Strykning av fondsandeler (vedtak av 04.11.2013)	69
3.2.4	Mulig søknad om strykning basert på et 4 ½ år gammel GF-vedtak (e-poster av 12.11.2013).....	70
4	LØPENDE UTSTEDERREGLER	72
4.1	LIKEBEHANDLING AV AKSJONÆRER.....	72
4.1.1	Rettet emisjon med påfølgende reparasjonsemisjon - REC (inneholder også kommentarer vedr. informasjonsforpliktelser overfor børsen i forbindelse med selskaphandlinger der det gis rettigheter av økonomisk verdi) (brev av 03.01.2013)	72

4.1.2	Notering av fortrinnsretter i forbindelse med fortrinnsrettsemisjon – likebehandling (e-post av 01.03.2013)	74
4.1.3	Rettet emisjon i Norwegian Energy Company (brev av 21.11.2013)...	75
4.2	LØPENDE INFORMASJONSPLIKT MV	77
4.2.1	Vedtak om overtredelsesgebyr.....	77
4.2.1.1	Børsklagenemndens sak 1/2013: Intex Resources ASA – overtredelse av løpende informasjonsplikt	77
4.2.1.2	Børsklagenemndens sak 2/2013 : Dekning av saksomkostninger	104
4.2.1.3	Northland Resources S.A. – overtredelse av løpende informasjonsplikt (protokoll fra styrebehandling i Oslo Børs ASA 25.06. 2013).....	112
4.2.1.4	IGE Resources AB - overtredelse av løpende informasjonsplikt (protokoll fra styrebehandling i Oslo Børs ASA 29. 08.2013).....	147
4.2.1.5	Børsklagenemndens sak 3/2013: IGE Resources AB - Børsens vedtak om å illegge overtredelsesgebyr	162
4.2.2	Kritikkbrev/Generell veiledning.....	171
4.2.2.1	Innfrielse av lån før forfall – offentliggjøring – DNB Bank (e-post av 16.05.2013).	171
4.2.2.2	For sen offentliggjøring av innkalling til ordinær generalforsamling – Statoil (brev av 27.05.2013)	171
4.2.2.3	For sen offentliggjøring av innkalling til ordinær generalforsamling – Ekornes (brev av 27.05.2013)	171
4.2.2.4	For sen offentliggjøring av innkalling til ordinær generalforsamling - Repant (brev av 28.05.2013)	172
4.2.2.5	Informasjonshåndtering ifm. inngåelse av kontrakt – DOF ASA (brev av 03.09.2013)	173
4.2.2.6	Disclosure of exercise of convertible bonds – Transeuro (brev av 01.11.2013)	175
4.3	FORTSATT NOTERING VED VESENTLIGE ENDRINGER	176
4.3.1	Fortsatt notering - Bergen Group (e-poster av 17.08. og 20.08.2013)	176
4.3.2	Søknad og vedtak om fortsatt notering for Copeinca (brev av 28.08 og e-post av 29.08.2013).....	178
4.3.3	Fortsatt børsnotering ved vesentlig endring (oppkjøp) - Aqualis ASA (vedtak av 20.12.2013).....	179
5	OVERTAKELSESTILBUD.....	183
5.1	KONTROLLERTE TILBUD 2013.....	183
5.2	ESMA.....	183
5.2.1	ESMA: Publication of public statement and covernote on shareholder cooperation and acting in concert (12.11.2013).....	183
5.3	PLIKTIG TILBUD.....	200
5.3.1	Melding om tilbudsplikt - Aksjekjøp i Norway Pelagic (brev av 02.04.2013)	200
5.3.2	Exemption from the mandatory offer obligation – DNO (vedtak av 17.04.2013)	202
5.3.3	Tilbakelevering iht aksjelånsavtale og tilbudsplikt (e-post av 14.05.2013)	204
5.3.4	Copeinca ASA – undersøkelser rundt konsolidering og tilbudsplikt (korrespondanse av 11.06. - 25.06.2013).....	205
5.3.5	Frivillig tilbud etter reglene om pliktige tilbud – felles tilbydere – etterfølgende passering av terskel (brev av 19.11.2013).....	220
5.3.6	Exemption from the Norwegian rules on take-over bids – Atlantic Petroleum (vedtak av 25.11.2013).....	223
5.3.7	Mandatory offer Songa Offshore SE – grensekryssende tilbud, tilbudets omfang (e-post 11.12.2013)	225

5.3.8	<i>Pliktig tilbud i Songa Offshore SE – grensekryssende tilbud, omfang av garanti (brev av 16.12.2013)</i>	226
5.3.9	<i>Songa Offshore SE – mandatory offer from Perestroika AS – statement on the offer by the target (e-post av 19.12.2013)</i>	229
5.3.10	<i>Pliktig tilbud i Songa Offshore – grensekryssende tilbud med delt jurisdiksjon - tilbudspris – konsolidering (e-post av 17.12.2013)</i>	230
5.4	FRIVILLIG TILBUD.....	230
5.4.1	<i>Frivillig tilbud – forlengelse av tilbudsperiode – Bridge Energy ASA (e-post av 16.10. og 17.10.2013)</i>	230
6	MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER.....	232
6.1	NYE MEDLEMMER 2013.....	232
6.2	MEDLEMSREGLER/HANDELSREGLER	232
6.2.1	<i>Manglende rapportering av obligasjonshandler (brev av 24.04.2013)</i>	232
6.2.2	<i>Manglende rapportering av obligasjonshandler (e-poster av 08.11 – 13.11.2013)</i>	241

1 BØRSSIRKULÆRER 2013

1/2013	Reviderte opptakskrav og informasjonsplikter for olje- og naturgasselskaper
2/2013	Endringer i aksjeutstederreglene for Oslo Børs og Oslo Axess
3/2013	Endringer i obligasjonsreglene for Oslo Børs og Nordic ABM
4/2013	Endringer i avgifter ved notering av aksjer på Oslo Børs og Oslo Axess
5/2013	Endringer i priser for førstehåndsmarkedet på Oslo Børs, Oslo Axess og Nordic ABM

1.1 Børssirkulære 1/2013: Reviderte opptakskrav og informasjonsplikter for olje- og naturgasselskaper

Reviderte «Opptakskrav og informasjonsplikter for olje- og naturgasselskaper» har nylig vært på høring. Bakgrunnen for revisjonen fremgår av høringsnotatet: <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Hoeringer/Hoering-vedroerende-endringer-i-rapporteringskrav-for-olje-og-naturgasselskaper>

Oslo Børs har ikke mottatt vesentlige høringsforslag, og det er således gjort kun mindre justeringer i forhold til høringsutkastet. Vedlagt er de nye reglene som vil bli obligatoriske med virkning fra 1. januar 2014. Frem til denne dato kan selskapene velge enten å følge eksisterende børssirkulære 9/2009 med hensyn til reserve og ressursrapportering, eventuelt følge børssirkulære 1/2013. For reserver og ressurser per årsslutt 2013 vil kun de nye kravene gjelde. Vedlagte krav er kun på engelsk.

1.2 Børssirkulære 2/2013: Endringer i aksjeutstederreglene for Oslo Børs og Oslo Axess

1 Innledning

Vedlagt er endringer i følgende regelsett vedtatt av Oslo Børs 30. mai 2013:

- (i) Opptaksregler for Oslo Børs og Oslo Axess (opptaksreglene).
- (ii) Løpende forpliktelser for selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess (løpende forpliktelser).

I punkt 2 nedenfor gis en kort oversikt over de vedtatte endringene. I punkt 3 og 4 gis det en nærmere redegjørelse for endringene i henholdsvis opptaksreglene og løpende forpliktelser.

Børsen har mottatt høringsuttalelser fra NHO, Folketrygdfondet, Advokatforeningen, Wikborg Rein, Norsk Institutt for Styremedlemmer og Finans Norge.

De vedtatte reglene samsvarer på de vesentlige punkter med de forslag som ble sendt på høring 5. mars 2013, likevel slik at det er gjort enkelte mindre endringer og presiseringer på bakgrunn av tilbakemeldinger i høringsrunden.

De reviderte reglene trer i kraft 1. juli 2013.

2 Oversikt over vedtatte endringer

2.1 Endringer i opptaksreglene

- Basert på innspill fra markedsaktører har Oslo Børs besluttet å tilby en tredje alternativ prosess for notering, i tillegg til ordinær opptaksprosess og fast track-notering, såkalt fleksibel prosess. En fleksibel prosess vil inneholde alle elementer av en ordinær opptaksprosess, men tidspunkt for børsstyremøte vil tilpasses det enkelte prosjekt slik at frister for de enkelte elementer i noteringsprosessen beregnes utfra dette tidspunkt. Formell søknad om notering vil i en fleksibel prosess offentliggjøres 3 børsdager før børsstyrets behandling av søknaden, i motsetning til 4 uker før som er tilfelle i en ordinær opptaksprosess.
- Det innføres et nytt kompetansekrav for styremedlemmer som innebærer at alle styremedlemmer må ha tilfredsstillende kompetanse om de til enhver tid gjeldene reglene for selskaper notert på Oslo Børs/Oslo Axess. Kompetansekravet gjelder både ved opptak til notering og som løpende forpliktelse. Kravet er tatt inn i opptaksreglene pkt. 2.3.6 fjerde ledd¹ og i løpende forpliktelser pkt. 2.3. i form av en henvisning til bestemmelsen i opptaksreglene.
- Krav om skriftlig due diligence rapport til børsen er innført i opptaksreglene pkt. 3.2 første ledd².
- Børsen omtaler i dette sirkulære under punkt 3.4 enkelte forhold knyttet til krav til uavhengighet ved gjennomføring av due diligence, og finner det hensiktsmessig å stramme inn praksis ved å i utgangspunktet ikke tillate at selskapets juridiske rådgiver utfører due diligence i forbindelse med notering.
- Opptaksreglene pkt. 2.7 andre ledd³ endres slik at Oslo Børs gis hjemmel til å kreve due diligence ved søknad om opptak til børsnotering på Oslo Børs av aksjer som er

¹ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 2.3.2 fjerde ledd

² Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 3.2 første ledd

³ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 2.7 andre ledd

- notert på Oslo Axess og omvendt.
- Det innføres krav om særskilt å angi aksjonærer som ved noteringen vil eie aksjer som overstiger grensen for tilbudsplikt i noteringssøknad i opptaksreglene pkt. 3.4 tredje ledd nr 12⁴.
 - Dagens managementavtaler som managementselskaper skal inngå med Oslo Børs erstattes med en tiltredelseserklæring. Ansvar og plikter for managementselskapet vil med det reguleres direkte i børsens regler, jf. opptaksreglene pkt. 2.3.8⁵ og løpende forpliktelser pkt. 15.3 første ledd.
 - Endringer er besluttet vedrørende noteringsavtaler for utenlandske selskaper, jf. opptaksreglene pkt. 9.1 2. ledd nr. 4⁶ (primærnoterte selskaper) og pkt. 9.2. 2. ledd nr. 7⁷ (sekundærnoterte selskaper). Standard kursnoteringsavtale erstattes av en noteringsavtale som vil ha form som en tiltredelseserklæring, da selskapets plikter fremgår direkte av børsregelverket.
 - Kravet som følger av forskrift av 30. juni 2010 nr. 1055 om at revisor og revisjonsselskaper for selskaper registrert utenfor EØS området må være registrert i Finanstilsynets revisorregister ved opptak til notering er inntatt i opptaksreglene pkt. 9.1 andre ledd nr. 9⁸ (primærnoterte selskaper) og pkt. 9.2 andre ledd pkt. 9⁹ (sekundærnoterte selskaper).

2.2 Endringer i løpende forpliktelser

- Innføring av kompetansekrav for styremedlemmer som innebærer at alle styremedlemmer må ha tilfredsstillende kompetanse om reglene som gjelder for selskaper notert på Oslo Børs/Oslo Axess. Kompetansekravet innføres som nevnt ovenfor både ved opptak til notering og som løpende forpliktelse.
- I nytt pkt. 13.3.4 i løpende forpliktelser innføres regler om klassifisering av selskaper som primær- og sekundærnoterte, samt vilkår for endring av status som primær- og eller sekundærnotert.
- I pkt. 13.4.4 andre ledd inntas det at børsen i særlige tilfeller kan gjøre unntak fra kravet om at utenlandske selskaper ved kapitalendringer straks skal offentliggjøre opplysninger som nevnt i pkt. 13.4.4 andre ledd.
- I samsvar med dagens praksis presiseres det i pkt. 3.5.2.4 tredje ledd at det ved overtakelse av reserver og/eller ressurser for mineralselskaper i informasjonsdokument skal inntas en uavhengig ekspertrapport som omtalt av ESMA i artikkel 133 i). Videre gjøres det en endring i regelen som gir Oslo Børs hjemmel til å innvilge unntak fra dette kravet ved søknad fra mineralselskapet.
- For endringer i løpende forpliktelser knyttet til managementavtaler og noteringsavtale for utenlandske selskaper, se omtale under endringer i opptaksreglene ovenfor.

3 Nærmere om vedtatte endringer i opptaksreglene

3.1 Komplettering av børsens noteringstilbud – fleksibel prosess

⁴ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 3.4 tredje ledd nr 12

⁵ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 2.3.8

⁶ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 9.1 2. ledd nr 4

⁷ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 9.1. 2. ledd nr 7

⁸ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 9.1 andre ledd nr 9

⁹ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 9.2 andre ledd nr 9

3.1.1 Generelt

Oslo Børs tilbyr i dag to alternative prosesser for notering av aksjer på Oslo Børs og Oslo Axess, ordinær opptaksprosess og fast track-notering. Som følge av innspill fra markedsaktører har Oslo Børs nå besluttet å tilby et tredje alternativ, fleksibel prosess.

I dag er det i ordinær opptaksprosess for aksjer på Oslo Børs og Oslo Axess forhåndsfastsatte frister for de sentrale steg i prosessen, alle beregnet på grunnlag av børsstyrets månedlige ordinære styremøter. Oslo Børs vil nå tilby en fleksibel prosess der tidspunkt for behandlingen av selskapets søknad i børsens styremøte tilpasses det enkelte prosjekt, ved at det avholdes ekstraordinære styremøter. En fleksibel prosess vil dekke alle elementer av en ordinær opptaksprosess.

Tidspunkt for innledende møter og due diligence vil fastsettes etter tilsvarende fremdrift som for en ordinær opptaksprosess med utgangspunkt i tidspunkt for når søknaden ønskes behandlet av børsens styre, slik at normalt tidsløp i en fleksibel prosess vil tilsvare en ordinær opptaksprosess på minimum 8 uker. (Dette i motsetning til fast track, der fremdriftsplan avtales særskilt og vil være en komprimert opptaksprosess på minimum 4 uker.)

I en ordinær opptaksprosess vil offentliggjøring av at selskapet har søkt notering finne sted 4 uker før behandling av søknaden i børsens styremøte. På dette tidspunktet skal selskaper som er i fleksibel prosess i stedet for en formell søknad sende en oppdatert redegjørelse til børsen. Innholdsmessig skal den oppdaterte redegjørelsen dekke kravene til noteringssøknad etter ordinær prosess, jf. opptaksreglenes pkt. 3.4 med unntak av pkt. 3.4. (3) nr. 8 (kopi av styreprotokoll hvor beslutning om å søke selskapets aksjer notert fremgår). I en fleksibel prosess vil det på samme måte som i en fast track-prosess offentliggjøres at selskapet har søkt om notering kun kort tid før børsens vedtak om at selskapet kan tas opp til notering. Avtale om fleksibel prosess kan i praksis inngås helt frem til tidspunkt for offentliggjøring av søknad ved ordinær prosess.

Ved innføring av fleksibel prosess kan Oslo Børs tilby følgende tre noteringsalternativer på Oslo Børs og Oslo Axess:

	Ordinær prosess	Fleksibel prosess	Fast track
Normalt tidsløp:	8 uker.	8 uker.	4 uker.
Tidspunkt for start prosess:	Faste frister.	Fleksibelt, men minimum 8 uker før ønsket tidspunkt for behandling av søknaden i børsstyremøte.	Fleksibelt.
Tidspunkt for de enkelte elementer i noteringsprosessen:	Faste frister som beregnes utfra tidspunkt for behandling av søknaden i børsens ordinære styremøter .	Frister beregnes utfra avtalt tidspunkt for behandling av søknaden i børsstyremøtet.	Fleksibelt.
Tidspunkt for innsendelse og offentliggjøring av formell søknad:	Faste frister, 4 uker før børsens vedtak om notering.	3 børsdager før børsens vedtak om notering.	3 børsdager før børsens vedtak om notering.
Introduksjonsavgift:	Ordinær.	Ordinær x 2.	Fast avgift på kr 2.790.000 i henhold til dagens prisliste.

3.1.2 Nærmere om fremsettelse av noteringssøknad ved fleksibel prosess

Søknad om notering skal i en fleksibel prosess fremsettes senest tre børsdager før børsstyrets behandling av søknaden.

Søknad om børsnotering skal være besluttet av styret, og undertegnet av styret eller av noen som styret har gitt nødvendig fullmakt.

I søknaden skal selskapet:

- Angi at selskapet søker om opptak til notering av selskapets aksjer, samt om aksjene søkes opptatt til notering på Oslo Børs eller Oslo Axess (eventuelt prinsipalt Oslo Børs og subsidiært Oslo Axess).
- Helt kort bekrefte at vilkårene for opptak til notering er oppfylt, eventuelt helt kort angi hvilke opptakskrav det søkes om dispensasjon fra. Særskilt begrunnelse for søknad om dispensasjon skal fremkomme av den tidligere fremsatte skriftlige redegjørelsen.
- Bekrefte at informasjonen avgitt i den tidligere fremsatte skriftlige redegjørelsen er korrekt, fullstendig og ikke villedende.

Søknaden skal ha som vedlegg kopi av styreprotokoll hvor beslutning om å søke selskapets aksjer notert fremgår. Kopien må være bekreftet. Dersom søknaden er undertegnet etter fullmakt, skal kopi av undertegnet fullmakt vedlegges.

3.1.3 Introduksjonsavgift

En fleksibel prosess vil være mer ressurskrevende for børsen enn en ordinær opptaksprosess, og dette vil reflekteres i introduksjonsavgiften for utstedere som benytter seg av tilbudet. Introduksjonsavgiften for utstedere som benytter seg av tilbudet settes til to ganger ordinær introduksjonsavgift for ordinær opptaksprosess ved Oslo Børs/Oslo Axess. Avgiftens størrelse beregnes på grunnlag av utsteders markedsverdi slik som for utstedere underlagt ordinær opptaksprosess. Kr. 300.000 av avgiften vil påløpe når avtale om fleksibel prosess inngås, ytterligere kr 300.000 vil påløpe ved innsendelse av oppdatert redegjørelse og resterende vil påløpe første noteringsdag. Avgiftene som skal faktureres underveis i noteringsprosessen vil påløpe uavhengig av om noteringsprosessen fullføres eller ikke. Til dette kommer ekstra introduksjonsavgift ved eventuell notering av tildelingsretter før utstedelse ("if/when issued" eller tilsvarende) etter ordinære satser.

For et selskap som har 300 millioner kroner i markedsverdi vil introduksjonsavgiften på Oslo Børs gjennom fleksibel prosess være kr 1.223.640 i henhold til dagens prisliste. For et selskap som har 1 milliard kroner eller mer i markedsverdi vil introduksjonsavgiften være kr 1.915.800 ved en fleksibel prosess.

For oversikts skyld gis en sammenligning av introduksjonsavgiften ved notering på Oslo Børs ved henholdsvis 300 millioner kroner og 1 milliard eller mer i markedsverdi:

Markedsverdi	Ordinær prosess	Fleksibel prosess	Fast track (fast avgift)
300 MNOK:	kr 611.820	kr 1.223.640	kr 2.790.000
1 MRD NOK, eller mer:	kr 957.900	kr 1.915.800	kr 2.790.000

3.1.4 Endret opptaksregel knyttet til fleksibel prosess

På bakgrunn av ovenstående er det besluttet å gjøre følgende endring i opptaksreglene pkt. 3.6¹⁰:

3.6 **Fleksibel prosess og fast track-notering**

Oslo Børs kan gi unntak fra fristene i dette pkt. 3 for selskaper som inngår avtale om fleksibel opptaksprosess («fleksibel prosess») eller anses egnet for komprimert opptaksprosess («fast track-notering»).

3.2 Nytt kompetansekrav for styremedlemmer i noterte selskaper

3.2.1 Innledning

Oslo Børs er opptatt av å sikre og styrke den generelle tilliten til det norske verdipapirmarkedet. Tillit er en grunnleggende forutsetning for et velfungerende verdipapirmarked, og i denne forbindelse er det av vesentlig betydning at de ulike markedsaktørenes adferd oppfyller markedets krav og forventninger.

Styret i de noterte selskapene har det øverste ansvar for å oppfylle markedsplassens regelverk, og det forventes at det enkelte styremedlem til enhver tid innehar oppdatert kunnskap om relevante

¹⁰ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 3.5

lover og regler, samt kjennskap til gjeldende anbefalinger og beste praksis. Konsekvensene ved å trå feil kan bli betydelige for både selskapet og det enkelte styremedlem, eksempelvis i form av svekket omdømme, bøter og fengselsstraff.

Det har hittil ikke vært et eksplisitt krav fra børsens side om at samtlige styremedlemmer i de noterte selskapene skal inneha kompetanse om regelverket som gjelder for noterte selskaper. Oslo Børs har besluttet å innføre dette som et nytt krav, både ved opptak og som en løpende forpliktelse.

Våren 2012 mottok Oslo Børs et forslag fra Norsk Institutt for Styremedlemmer («Styreinstituttet») om å innføre tiltak for å øke kompetansen blant norske styremedlemmer om verdipapirmarkedet generelt, samt om forholdene som direkte berører utøvelsen av styreverv i selskaper notert på børsens markedsplasser.

Nasdaq OMX Stockholm har siden 2003 praktisert et kompetansekrav med obligatoriske kurs for ledelsen og styret i de noterte selskapene. Kompetansekravet ble i sin tid innført for å øke tilliten til markedsplassen og de noterte selskapene. Av pkt. 2.4.2 i Stockholmbørsens «Rule Book» følger det at:

“The management of the company shall have sufficient competence and experience to manage a listed company and to comply with the obligations of such a company.”

Dette utdypes nærmere i kommentarene:

“It is also important that all members of the board and persons in the management have a general understanding of stock market rules, in particular such rules that are directly attributable to the company and its listing. Such understanding may be acquired by participating in one of the regular seminars that are offered by the Exchange. Persons that are sufficiently qualified shall demonstrate this to the Exchange, for example by providing a CV, a certification by an acceptable third party or other means that may satisfy the Exchange.”

Deutsche Börse har valgt en annen tilnærming, og tilbyr sertifisering av regelverkskurs for styremedlemmer med en frivillig eksamen som dekker kompetansekravene etter den tyske «Corporate Governance»-anbefalingen og gir en kvalifisering med tre års gyldighet.

3.2.2 Kravene etter dagens utstederregler

Etter dagens utstederregler stiller Oslo Børs kompetansekrav til selskapet/ledelsen både ved opptak og løpende. Styret i de noterte selskapene har det øverste ansvaret for å oppfylle gjeldende regelverk. Dette innebærer at styremedlemmene i de noterte selskapene til enhver tid burde inneha oppdatert kunnskap om relevante lover og regler, herunder korrekt informasjonsgivning og håndtering. I børsens utstederregler stilles det i dag imidlertid ikke et eksplisitt kompetansekrav til styrets medlemmer.

Av opptaksreglene pkt. 2.3.5¹¹ fremgår følgende:

2.3.5 Ledelse

(1) De personer som sitter i selskapets ledelse må ikke ha opptrådt på en slik måte at det gjør dem uskikket til å delta i ledelsen av et børsnotert selskap.

¹¹ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 2.3.1

(2) Selskapet skal ha tilstrekkelig kompetanse til å tilfredsstillere kravene til korrekt informasjonsgivning og håndtering. Selskapet skal også være organisert slik at selskapets kontaktpersoner overfor børsen eller en annen representant for selskapets ledelse til enhver tid kan være tilgjengelig for børsen og kan nås uten unødig opphold.

(3) Selskapet må ha etablert rutiner og være organisert på en måte som sikrer at nødvendig informasjon uten ugrunnet opphold blir kjent for ledelsen og de som har ansvar for å informere markedet.

(4) Selskapet må ha tilstrekkelig kompetanse til å kunne avlegge regnskaper i samsvar med gjeldende regelverk. Selskapet må i tillegg ha organisert sin økonomistyring slik at tilstrekkelig kvalitet og hurtighet på den finansielle rapporteringen sikres.

Av pkt. 2.3 i løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper følger det blant annet at opptaksregulenes krav til ledelse skal være oppfylt til enhver tid.

Som ledd i noteringsprosessen krever Oslo Børs videre iht opptaksregulene pkt. 3.5¹² at ledelsen samt et styremedlem skal delta på børsens introduksjonskurs, som er et undervisningsopplegg om selskapets forpliktelser som børsnotert selskap, med mindre børsen samtykker i noe annet.

Av opptaksregulene pkt. 2.3.6¹³ fremgår det følgende uavhengighets- og egnethetskrav til styret på opptakstidspunktet:

2.3.6 Styre

(1) Minst to av de aksjeeiervalgte styremedlemmene skal være uavhengig av selskapets daglige ledelse, vesentlige forretningsforbindelser og selskapets større aksjeeiere.

(2) Representanter fra den daglige ledelse skal ikke være medlem av styret. Dersom særlige grunner foreligger, kan representanter fra den daglige ledelse utgjøre inntil en tredjedel av styrets aksjeeiervalgte medlemmer.

(3) Selskapets styre skal bestå av personer som ikke har opptrådt på en slik måte at det gjør dem uskikket til å sitte i styret i et børsnotert selskap.

(4) Børsen kan i særskilte tilfelle gjøre unntak fra første og annet ledd.

3.2.3 NUES-anbefalingens krav til styremedlemmer

Etter løpende forpliktelser pkt. 7 skal de noterte selskapene årlig redegjøre for selskapets eierstyring og selskapsledelse. Dersom Norsk anbefaling for Eierstyring og Selskapsledelse (NUES-anbefalingen) ikke er fulgt, skal avviket begrunnes og det skal redegjøres for hvordan selskapet har innrettet seg på annen måte.

NUES-anbefalingens krav til styremedlemmer følger av kap. 8 Styrets sammensetning, der det fremgår at styret bør sammensettes slik at det kan ivareta aksjonærfellesskapets interesser og selskapets behov for kompetanse, kapasitet og mangfold. Det bør tas hensyn til at styret kan fungere godt som et kollegialt organ.

¹² Opptaksregulene Oslo Axess pkt. 3.6

¹³ Opptaksregulene Oslo Axess pkt. 2.3.2

Dette er utdypet i kommentarene:

I tillegg til at styret må ha den nødvendige kompetanse, må styret også ha kapasitet til å utføre sine oppgaver(...) Samlet bør styret representere et mangfold med hensyn til bakgrunn og kompetanse for å bidra til godt styrearbeid(...) Styret som kollegialt organ har ansvaret for å balansere ulike interesser med sikte på å fremme verdiskapningen i selskapet. Sentral informasjon om styremedlemmene som deres kompetanse, uavhengighet og deltakelse på styremøter bør fremgå av årsrapporten. Informasjon om styremedlemmene bør omfatte alder, utdanning og yrkesmessig erfaring.

3.2.4 Endret opptaksregel for styret og ny løpende forpliktelse

Oslo Børs har besluttet å innføre krav om at styremedlemmene i de noterte selskapene skal ha tilfredsstillende kompetanse om det til enhver tid gjeldende børregelverket. I denne forbindelse har børsen vurdert hvorvidt det bør stilles krav om at samtlige medlemmer av styret i de enkelte selskapene har slik kompetanse, eller om det er tilstrekkelig at kompetansekravet omfatter ett styremedlem. Børsen legger til grunn at det er rimelig å forvente at samtlige styremedlemmer i noterte selskaper har en overordnet forståelse av relevante lover og regler. Børsen antar dessuten at det ikke er særlig byrdefullt å opparbeide en slik grunnleggende kompetanse om relevante lover og regler gjennom deltakelse på et egnet seminar, kurs eller på annen måte. På denne bakgrunn har børsen besluttet å innføre krav om at kompetansekravet skal gjelde for samtlige styremedlemmer. Kravet vil gjelde både ved opptak til notering og som en løpende forpliktelse.

Børsen vil i utgangspunktet legge til grunn at personene som i dag er valgt som styremedlemmer i de noterte selskapene har opparbeidet seg grunnleggende kompetanse om børsens regelverk. De senere årene er det imidlertid gjort betydelige endringer i lovgivningen, bl.a. som følge av implementeringen av EU-direktiver. Også fremover vil det være endringer i regelverket for noterte selskaper som følge av reviderte direktiver m.m., som kan tilsi et behov for oppdatert kompetanse. For nyvalgte styremedlemmer uten tidligere erfaring fra styreverv i noterte selskaper vil det kunne være et gap mellom faktisk og påkrevd kompetanse.

Det nye kravet tilsvarer Stockholmsbørsens krav som siden 2003 har stilt et kompetansekrav til samtlige medlemmer av styret (og ledelse) i de noterte selskapene, jf. nærmere beskrivelse under pkt. 3.2.1 ovenfor.

Følgelig blir dagens krav om egnethet og tilstrekkelig uavhengighet i pkt. 2.3.6¹⁴ i opptaksreglene supplert med et nytt kompetansekrav:

2.3.6 Styre

(1) Minst to av de aksjeeiervalgte styremedlemmene skal være uavhengig av selskapets daglige ledelse, vesentlige forretningsforbindelser og selskapets større aksjeeiere.

(2) Representanter fra den daglige ledelse skal ikke være medlem av styret. Dersom særlige grunner foreligger, kan representanter fra den daglige ledelse utgjøre inntil en tredjedel av styrets aksjeeiervalgte medlemmer.

(3) Selskapets styre skal bestå av personer som ikke har opptrådt på en slik måte at det gjør dem uskikket til å sitte i styret i et børsnotert selskap.

¹⁴ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 2.3.2

(4) Alle styremedlemmer skal ha tilfredsstillende kompetanse om reglene som gjelder for selskaper notert på Oslo Børs (alternativt Oslo Axess).

~~(4)~~(5) Børsen kan i særskilte tilfelle gjøre unntak fra første og annet ledd.

Under pkt. 3.4 Søknedens innhold i opptaksreglene gjøres følgende tilføyning under tredje ledd nr. 23¹⁵:

3.4 Søknedens innhold

(3) Søknedens skal særlig inneholde eller ha som vedlegg:

1-22) (...)

23) Redegjørelse for styrets sammensetning og eventuelle relasjoner mellom enkeltstyremedlemmer og selskapets daglige ledelse, vesentlige forretningsforbindelser eller større aksjeeiere, **samt redegjørelse for relevant kompetanse for hvert enkelt styremedlem**, jf. pkt. 2.3.6¹⁶

24-33) (...)

Relevant kompetanse for hvert enkelt styremedlem skal kunne dokumenteres, f.eks. i form av en CV, bekreftelse fra en tredjepart eller lignende.

Videre gjøres opptaksreglenes pkt. 2.3.6 fjerde ledd til en løpende forpliktelse ved en tilføyning om dette i pkt. 2.3 i løpende forpliktelser:

2.3 Oppfyllelse av opptaksvilkår

Selskapet skal sørge for at opptaksreglenes krav til ledelse, **styrets kompetanse**, revisjonsutvalg, fri omsettelighet og stemmerett, jf. opptaksreglene pkt. 2.3.5, **2.3.6 fjerde ledd**, 2.3.7, 2.3.8, 2.4.4 og 2.4.5, til enhver tid oppfylles.¹⁷

I kommentaren til løpende forpliktelser pkt. 2.3 gis det en nærmere omtale om at de noterte selskapene selv vurderer styremedlemmenes kompetanse, og at kompetansekravet bl.a. vil kunne tilfredsstilles ved for eksempel relevant erfaring, deltakelse på børskurset for styremedlemmer, introduksjonskurset for selskaper i noteringsprosess eller et annet tilsvarende kurs eller seminartilbud. Videre legges det til grunn at nye styremedlemmer opparbeider nødvendig kompetanse innen rimelig tid.

Det presiseres at det ikke bare er børsens kurstilbud som ansees som tilstrekkelig kompetansegivende for styremedlemmer. Børsen legger imidlertid ikke opp til å sertifisere eller godkjenne andre kursleverandører.

3.3 Innføring av krav om skriftlig due diligence rapport

Det følger av opptaksreglene pkt. 3.2 første ledd¹⁸ at det skal gjennomføres due diligence i forbindelse med opptaksprosessen for å avdekke om det foreligger forhold av betydning for vurderingen av om aksjene er egnet til børsnotering.

¹⁵ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 3.4 tredje ledd nr 22

¹⁶ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 2.3.2

¹⁷ Tilsvarende opptakskrav fremkommer av opptaksreglene for Oslo Axess pkt. 2.3.1, 2.3.2 4. ledd, 2.3.3, 2.3.4, 2.4.4 og 2.4.5

¹⁸ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 3.2 første ledd

I samsvar med opptaksreglene pkt. 3.2 tredje ledd¹⁹ skal resultatet av due diligence-undersøkelsene presenteres for Oslo Børs i et møte. Det er i dagens regelverk ikke noe krav til format og innhold i avrapporteringen av due diligence-undersøkelsene. De fleste due diligence rådgivere har en fast mal for avrapportering av sine funn, men det varierer i hvilken grad avrapporteringen er knyttet opp mot det enkelte opptakskrav. I enkelte tilfeller mottar børsen ingen skriftlig rapport, men det er kun en muntlig avrapportering i due diligence møtet. Oslo Børs endrer opptaksreglene slik at det i forbindelse med due diligence også gis en skriftlig avrapportering fra due diligence undersøkelsene. Børsen ønsker som utgangspunkt å motta slike skriftlige rapporter både i elektronisk format og fysisk papirformat. Rapportene kan som nå fremlegges i due diligence møtet. Børsen ønsker ikke å definere en fast mal for formatet på slike rapporter, men innfører et krav om at due diligence avrapporteringen skal knyttes direkte opp mot de konkrete opptakskrav der dette er mulig. Dette fordi en avrapportering til børsen som er mer direkte knyttet opp mot opptakskravene vil medføre en mer effektiv informasjonsoverføring til børsen, og kunne bidra til at børsen raskere kan ta stilling til om det enkelte opptakskrav er oppfylt.

Det presiseres for ordens skyld at børsen ikke nødvendigvis ønsker å motta mer omfattende og mer detaljerte due diligence-rapporter enn hva som er praksis i dag, men ønsker som det fremgår ovenfor informasjonen strukturert opp mot det enkelte opptakskrav.

Når det gjelder omfanget av due diligence-undersøkelsene, fremgår følgende av børs sirkulære 5/2011: «Med hensyn til de enkelte opptaksvilkår legger børsen til grunn at juridisk due diligence alltid vil omfatte forhold av betydning for om selskapet tilfredsstillende opptaksreglene pkt. 2.1.2²⁰, 2.4.4²¹, 2.4.5²², 2.4.7²³ og 2.6²⁴ og at finansiell due diligence alltid vil omfatte forhold av betydning for om selskapet tilfredsstillende opptaksreglene pkt. 2.2.1 – 2.2.5²⁵ samt pkt. 2.3.5 fjerde ledd²⁶, uten at dette på noen måte skal utgjøre noen begrensning for hvilke undersøkelser som må gjennomføres for å avdekke om det er forhold av betydning for vurderingen av om selskapets aksjer er egnet for notering».

Børsen forventer derfor at avrapporteringen av due diligence som et minimum vil struktureres ut fra ovennevnte opptakskrav for henholdsvis juridisk og finansiell due diligence. Børsen ønsker naturlig nok også avrapportert due diligence funn som har betydning for om øvrige opptakskrav er oppfylt, samt due diligence funn som ikke direkte kan knyttes til et enkelt opptakskrav, men som kan ha betydning for om selskapets aksjer er egnet for notering.

Da det i stor grad er praksis for å utarbeide skriftlige due diligence-rapporter som presenteres i due diligence møtet, antar børsen at en justering av disse til å bli strukturert opp mot de enkelte opptakskrav ikke vil medføre betydelige kostnader eller økt ressursbruk for due diligence rådgivere og de selskaper som søker notering.

Endring i opptaksreglene pkt. 3.2 tredje ledd²⁷, siste setning:

3.2 Due diligence

¹⁹ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 3.2 tredje ledd

²⁰ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 2.1.2

²¹ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 2.4.4

²² Opptaksreglene Oslo Axess 2.4.5

²³ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 2.4.7

²⁴ Opptaksreglene Oslo Axess 2.6

²⁵ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 2.2.1-2.2.5

²⁶ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 2.3.1 4. ledd

²⁷ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 3.2 tredje ledd

(3) Resultatet av due diligence undersøkelsene skal presenteres for Oslo Børs i et møte hvor rådgiverne som er ansvarlige for undersøkelsene skal delta. Presentasjonen for Oslo Børs skal senest holdes tre børsdager før søknad om børsnotering fremsettes. Due diligence må da i all hovedsak være ferdigstilt. Det skal i møtet presenteres om det foreligger forhold av betydning for om selskapets aksjer er egnet for notering, herunder forhold av betydning for om selskapet tilfredstiller vilkårene i opptaksreglene. Oslo Børs **skal senest i due diligence møtet motta en kortfattet skriftlig rapport hvor funn som har betydning for om selskapets aksjer er egnet for notering og oppfyllelsen av de enkelte opptakskrav fremgår, og** skal på forespørsel få tilgang til **alle** de rapporter som utarbeides.

3.4 Enkelte forhold vedrørende krav til uavhengighet

Oslo Børs omtalte i sirk. 5/2011 uavhengighet for de rådgivere som gjennomfører due diligence. Det følger nå av opptaksreglene pkt. 3.2 annet ledd at due diligence skal gjennomføres av parter med nødvendig kompetanse og som er tilstrekkelig uavhengig av selskapet som søker notering. Oslo Børs har i enkelte tilfeller akseptert at juridisk rådgiver som bistår selskapet i noteringsprosessen utfører juridisk due diligence, der børsen har fått en forståelse av at dette i praksis ikke vil innebære kontroll av eget arbeid. Dette har typisk vært tilfeller hvor den juridiske rådgiver ikke tidligere har hatt vesentlige oppdrag for selskapet, og har blitt engasjert av selskapet i forbindelse med noteringsprosessen. Børsen anser at denne praksisen kan medføre at juridisk rådgiver kommer i en mulig interessekonflikt. Spesielt der due diligence gjennomgangen avdekker forhold som har betydning for om selskapet er egnet for notering, samtidig som rådgiver kan ønske å opprettholde en relasjon til selskapet som dets juridiske rådgiver. Børsen legger til grunn at de rådgivere som blir engasjert til å gjennomføre due diligence oppdrag i forbindelse med en notering gjør en vurdering av om det foreligger forhold som kan medføre usikkerhet knyttet til deres uavhengighet, men finner det mest hensiktsmessig å endre praksis slik at selskapets juridiske rådgiver i utgangspunktet ikke kan gjennomføre due diligence undersøkelser i forbindelse med en notering. Dette vil også gjelde der selskapets juridiske rådgiver er tiltenkt en koordinerende rolle for due diligence prosessen. Tilsvarende gjelder også hvor juridisk rådgiver ikke tidligere har hatt oppdrag for selskapet.

3.5 Presisering av gjeldende regel om at due diligence undersøkelsene skal være avsluttet før due diligence møtet

Det følger av opptaksreglene pkt. 3.2 tredje ledd²⁸ at due diligence undersøkelsene i all hovedsak må være ferdigstilt ved presentasjon i due diligence møtet. Oslo Børs opplever fra tid til annen at alle due diligence undersøkelser av ulike grunner ikke er ferdigstilt før gjennomgang i due diligence møtet, og ønsker i denne sammenheng å minne om kravet i opptaksreglene pkt. 3.2 tredje ledd. Det legges i opptaksvurderingen betydelig vekt på at due diligence er gjennomført og eventuelle funn fra slike undersøkelser kan ha stor betydning. Det vil derfor være en risiko for forsinkelser i opptaksprosessen om due diligence ikke er tilstrekkelig avsluttet før due diligence møtet. I den grad det er deler av due diligence arbeidet som ikke er ferdigstilt må videre prosess avtales med børsen og oppdatert due diligence rapport må oversendes til børsen i henhold til avtalt fremdrift.

3.6 Hjemmel til å kreve due diligence ved overførings saker

Per i dag er det ikke krav om due diligence ved søknad om opptak til børsnotering på Oslo Børs av aksjer notert på Oslo Axess eller motsatt, jf. opptaksreglene pkt. 2.7²⁹. Oslo Børs er av den oppfatning at det unntaksvis kan være behov for gjennomføring av due diligence for å vurdere om aksjene kan

²⁸ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 3.2 tredje ledd

²⁹ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 2.7

tas opp på en ny markedsplass i slike overføringssaker. Dette vil kunne være tilfelle der det foreligger vesentlig tvil om selskapet oppfyller opptaksvilkårene.

På denne bakgrunn har børsen besluttet å endre opptaksreglene slik at børsen gis hjemmel til å kreve at det gjennomføres due diligence i overføringssaker. Børsens frist for å kreve due diligence i slike saker er satt til fem børsdager etter mottak av søknad om overføring.

Opptaksreglenes pkt. 2.7 andre ledd Søknad om opptak til børsnotering av aksjer notert på Oslo Axess (/Oslo Børs) er endret til:

(2) Oslo Børs kan innen fem børsdager etter mottak av søknad kreve at det gjennomføres due diligence i samsvar pkt. 3.2. For de øvrige saksbehandlingsreglene i pkt. 3 gjelder kun pkt. 3.3 og 3.4, med unntak av:

1. Pkt. 3.4 tredje ledd nr. 1-7 i den utstrekning oppdaterte opplysninger som nevnt er sendt Oslo Børs iht. løpende forpliktelser pkt. 2.6; og
2. Pkt. 3.4 tredje ledd nr. 9, 10, 32 og 33.

3.7 Informasjon om aksjonærer som eier aksjer over grensen for tilbudsplikt på noteringstidspunktet

For aksjonærer som ved børsnotering eier aksjer over tilbudspliktgrensene gjelder visse unntak fra gjentatt og etterfølgende tilbudsplikt ved senere erverv. For å vurdere i hvilken grad disse unntakene er relevante, har børsen behov for informasjon om eiersituasjonen per noteringstidspunktet. Det vil derfor innføres et krav om at det i noteringssøknadene særskilt angis om det så langt selskapet er kjent med vil være enkelte aksjonærer eller aksjonærgrupper eier aksjer som overstiger grensene for tilbudsplikt på noteringstidspunktet.

Opptaksreglenes pkt. 3.4. tredje ledd omhandler innholds-/vedleggskrav til søknaden, og pkt. 3.4 tredje ledd nr. 12³⁰ endres til:

Utskrift av selskapets aksjeeierregister på søknadstidspunktet. Børsen kan bestemme at utskriften bare skal omfatte selskapets større aksjeeiere. Hvis enkelte eiere som samlet eier mer enn en tidel av aksjekapitalen eller aksjer som representerer mer enn en tidel av stemmene, tilhører samme konsern eller for øvrig er tilknyttet selskapet, jf. pkt. 2.4.1 fjerde ledd, skal dette angis særskilt, dersom dette er kjent for selskapets styre eller ledende ansatte. I den grad selskapet er kjent med at enkelte eller gruppe av aksjonærer ved noteringen vil eie aksjer som overstiger grensene for tilbudsplikt skal også dette angis særskilt.

3.8 Managementavtaler

Dersom andre enn selskapet skal forestå ledelsesfunksjoner (managementselskaper) skal selskapet inngå en særskilt avtale med Oslo Børs som nærmere regulerer ansvaret og pliktene til utstederselskapet og managementselskapet overfor børsen etter opptaksreglene pkt. 2.3.8³¹. Det anses at det er mer hensiktsmessig at de forhold som regulerer utsteders og managementselskapets plikter fremgår direkte av børsens regler og ikke i selve avtalen. Det er følgelig besluttet å erstatte avtalen med en standard tiltredelseserklæring som viser til de relevante bestemmelsene i reglene.

³⁰ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 3.4 tredje ledd nr. 12

³¹ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 2.3.4

Det er på denne bakgrunn besluttet å endre opptaksreglene pkt. 2.3.8, samt løpende forpliktelser pkt. 15.3 1. ledd til:

2.3.8 Managementselskaper

(1) Dersom noen skal forestå ledelsesfunksjoner på vegne av selskapet (managementselskap) plikter vedkommende å etterleve de regler som utstederselskapet ville vært underlagt dersom selskapet selv hadde forestått de aktuelle funksjoner, **herunder børsloven § 24 syvende ledd, løpende forpliktelser, verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften. Utstederselskapet skal innestå for at overtredelser av børsreglene Overtredelser av slike regler** som skyldes den som forestår driften eller virksomheten skal behandles som om overtredelsen var begått av selskapet.

(2) Managementselskapet og det selskap som søker børsnotering skal før innlevering av børsøknad inngå ~~særskilt avtale med Oslo Børs~~ **en tiltredelserklæring** som nærmere regulerer ansvaret og pliktene til utstederselskapet og managementselskapet overfor børsen.

~~(3) Dersom utstederselskap eller managementselskap bryter bestemmelser i avtale som nevnt i annet ledd, kan børsen ilegge partene sanksjoner i henhold til løpende forpliktelser pkt. 15.~~ **Både utstederselskapet og managementselskapet skal på forespørsel gi Oslo Børs opplysninger etter børsloven § 24 syvende ledd. Dersom managementselskapet ikke etterlever sine forpliktelser overfor Oslo Børs skal utstederselskaper være ansvarlig overfor Oslo Børs.**

(4) Managementselskapet skal etablere tilfredsstillende rutiner som sikrer at nødvendig informasjon kommuniseres mellom utstederselskapet og managementselskapet. Managementselskapet skal ha to angitte kontaktpersoner for Oslo Børs. Personene skal ha tilfredsstillende kunnskap om de regler som utstederselskapet er underlagt.

(5) Dersom utstederselskap eller managementselskap overtrer børsreglene eller avtale som nevnt i annet ledd, kan børsen ilegge partene sanksjoner i henhold til løpende forpliktelser pkt. 15.

15.3 Løpende daglig mulkt

(1) Oppfyller ikke selskapet sin opplysningsplikt etter børsloven og børsforskriften, jf. børsloven § 24 syvende ledd, kan børsen pålegge selskapet en løpende daglig mulkt inntil opplysningsplikten er oppfylt. Tilsvarende gjelder i forhold til selskapets ansatte og tillitsvalgte,³² samt managementselskapet som nevnt i opptaksreglene pkt. 2.3.8³³ og ansatte og tillitsvalgte i managementselskapet.

3.9 Noteringsavtaler for utenlandske selskaper

Utenlandske selskaper må inngå noteringsavtale med Oslo Børs etter opptaksreglene, jf. pkt. 9.1 andre ledd nr. 7³⁴ for primærnoterte selskap og pkt. 9.2 andre ledd nr. 7³⁵ for sekundærnoterte selskaper. For primærnoterte selskaper skal det etter gjeldende regler i tillegg fremlegges en bekreftelse fra ekstern advokat på at avtalen er bindende for selskapet og at det ikke foreligger

³² Børsforskriften § 30 første ledd

³³ Opptaksreglene Oslo Axess punkt 2.3.4

³⁴ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 9.1 andre ledd nr 7

³⁵ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 9.2 andre ledd nr 7

formelle hindre for at avtalen kan etterleves av selskapet. Selskaper som søker om notering er underlagt informasjons- og opplysningsplikt fra det tidspunkt det søkes om notering. Det er derfor besluttet at noteringsavtale og tilhørende bekreftelse fra advokat skal fremlegges senest når det søkes om notering.

For sekundærnotering inntas det i punkt 9.2.(2) nr. 7 at det skal fremlegges bekreftelse fra ekstern advokat om at noteringsavtalen er bindende for selskapet og at det ikke foreligger formelle hindre for at avtalen kan etterleves av selskapet. Dette er en presisering av dagens praksis.

På denne bakgrunn gjøres følgende endringer i opptaksreglene pkt. 9.1 (2) nr. 4³⁶ og 9.2 (2) nr. 7³⁷, samt løpende forpliktelser pkt. 13.2.1.1.(1) og pkt. 13.3.3.(1):

9.1 Primærnotering av utenlandske selskap

(2) Opptaksreglene gjelder tilsvarende, med følgende endringer og tillegg:

(1....3.)

4. **Selskapet må inngå en noteringsavtale.** Det skal fremlegges en bekreftelse fra ekstern advokat overfor Oslo Børs på at kursnoteringsavtalen er bindende for selskapet og at det ikke foreligger formelle hindre for at avtalen kan etterleves av selskapet. ~~Utkast til slik~~ **Noteringsavtale skal inngås og** bekreftelse skal fremlegges senest på tidspunkt for fremsettelse av søknad i henhold til pkt. 3.3.

(5....6.)

~~7. Selskapet må inngå en standard kursnoteringsavtale for primærnoterte selskaper.~~

~~7.~~ Pkt 7 tredje ledd gjelder tilsvarende for oversendelse av prospekt til selskapets prospektmyndighet.

~~9.~~ Oslo Børs kan kreve at selskapet fremlegger ytterligere dokumentasjon dersom børsen anser det for nødvendig, herunder fra ekstern advokat.

9.2 Sekundærnotering

(2) Opptaksreglene gjelder tilsvarende, med følgende endringer og tillegg:

(1....6.)

7. Selskapet må inngå ~~en standard kursnoteringsavtale for sekundærnoterte selskaper.~~ **Det skal fremlegges en bekreftelse fra ekstern advokat overfor Oslo Børs på at noteringsavtalen er bindende for selskapet og at det ikke foreligger formelle hindre for at avtalen kan etterleves av selskapet. Noteringsavtale skal inngås og bekreftelse skal fremlegges senest på tidspunkt for fremsettelse av søknad i henhold til pkt. 3.3.**

(8...)

13.2.1.1 Generelt

(1) Utenlandske primærnoterte selskaper med Norge som hjemstat er underlagt reglene i børsloven, verdipapirhandelloven, børsforskriften, verdipapirforskriften slik disse til enhver tid er gjort gjeldende for utenlandske selskaper med Norge som hjemstat, samt løpende forpliktelser med de unntak og presiseringer som følger av pkt. 13.2.1.2 og 13.2.1.3, ~~jf. standard kursnoteringsavtale (kursnoteringsavtalen).~~

³⁶ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 9.1 (1) nr 4

³⁷ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 9.2 (2) nr 7

13.3.3 Selskaper med Norge som vertsstat

(1) Utenlandske sekundærnoterte selskaper med Norge som vertsstat er underlagt reglene i børsloven, verdipapirhandeloven, børsforskriften, verdipapirforskriften slik disse til enhver tid er gjort gjeldende for utstedere med Norge som vertsstat, samt løpende forpliktelser med de unntak og presiseringer som følger av annet til niende ledd, ~~jf. standard kursnoteringsavtale (kursnoteringsavtalen).~~

3.9.1 Registrering av tredjelandsrevisorer i Finanstilsynets revisorregister

Det åttende selskapsdirektivet (Revisjonsdirektivet) omhandler kvalitetssikring av godkjente revisorer og har bestemmelser som vedrører tredjelandsrevisorer. Disse bestemmelsene er inntatt i Forskrift av 30. juni 2010 om registrering av og tilsyn med tredjelandsrevisorer. Forskriften trådte i kraft 1. juli 2010.

Etter forskriften skal tredjelandsrevisor og tredjelandsrevisjonsselskaper for utstedere med verdipapirer notert på regulert marked i Norge registrere seg i det norske Finanstilsynets revisorregister og føres tilsyn med. Med tredjeland etter forskriften menes land utenfor EØS-området. En tredjelandsrevisor er den som foretar revisjonen av årsregnskapet til revisjonspliktige som er registrert i et tredjeland. Et tredjelandsrevisjonsselskap er en juridisk enhet som foretar revisjon av årsregnskapet til revisjonspliktige som er registret i et tredjeland.

Finanstilsynet kan fritta en registrert tredjelandsrevisor fra slikt tilsyn dersom revisortilsynsmyndighetene i et annet EØS-land, eller et tredjelands kvalitetssikringssystem som er vurdert som tilsvarende i henhold til direktiv 2006/43/EF artikkel 46, har utført kvalitetskontroll i løpet av de siste tre år.

Formålet med registrerings- og tilsynsbestemmelsen er investorbekyttelse. Krav til registreringen fremgår av ovennevnte forskrift.

Børsen har med utgangspunkt i ovennevnte forskrift innarbeidet en bestemmelse i børsens opptaksregler under pkt. 9.1 andre ledd nr. 9³⁸ og pkt. 9.2. andre ledd nr. 9³⁹ der det stilles krav om registrering av tredjelandsrevisorer og tredjelandsrevisjonsselskaper i det norske Finanstilsynets revisorregister.

I pkt. 9.1 (Primærnotering av utenlandsselskap) andre ledd nytt pkt. 9, samt pkt. 9.2 (Sekundærnotering av utenlandsk selskap) andre ledd pkt. 9 er følgende regel inntatt:

Revisor og revisjonsselskap for selskaper som er registret i land utenfor EØS-området må være registrert i Finanstilsynets revisorregister.⁴⁰

4 Nærmere om vedtatte endringer i de løpende forpliktelser

4.1 Nytt kompetansekrav for styremedlemmer

For beskrivelse av foreslått kompetansekrav inntatt i løpende forpliktelser, se pkt. 3.2.4.

³⁸ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 9.1 andre ledd nr 9

³⁹ Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 9.2 andre ledd nr 9

⁴⁰ Jf. forskrift av 30. juni 2010 nr 1055

4.2 Primær- og sekundærnotering

4.2.1 Generelt

I henhold til opptaksreglene kan selskaper tas opp til primærnotering eller sekundærnotering, og det følger av løpende forpliktelser kapittel 13 at sekundærnoterte selskaper har unntak fra enkelte bestemmelser i nevnte regelverk. Etter implementeringen av EU-reglene om hjemstat og vertsstat har det mindre betydning om et selskap er primærnotert eller sekundærnotert, men da dette fortsatt i noen grad påvirker hvilke regler som gjelder, finner børsen det hensiktsmessig å ta inn bestemmelser om hvilke selskaper som anses henholdsvis primær- og sekundærnotert, og hvilke regler som gjelder for endring fra sekundær- til primærnotering og motsatt.

Om et selskap er primær- eller sekundærnotert har også betydning for årlig kursnoteringsavgift og ved beregning av indekser. For sekundærnoterte selskaper er markedsverdien som brukes som grunnlag for årlig kursnoteringsavgift basert på registrert aksjekapital i VPS, mens det for primærnoterte selskaper er basert på hele markedsverdien. Ved beregning av indekser vil det for sekundærnoterte selskaper kun medregnes markedsverdi av de aksjene som er tilgjengelig i det norske markedet, det vil i praksis si de aksjene som er registrert i VPS, mens det for primærnoterte selskaper vil medregnes hele markedsverdien.

Et selskap kan ha flere primærnoteringer, eller såkalt dual listing. Selskaper som er notert på en av Oslo Børs anerkjent børs eller regulert markeds plass kan søke om sekundærnotering, men kan også søke om primærnotering om det ønskes dette.

Det fremgår på børsens hjemmeside under aksje- og selskapsdata for det enkelte selskap om det er primærnotert eller sekundærnotert. For utenlandske selskaper vil dette også fremgå av noteringsavtalen.

4.2.2 Primærnoterte selskaper

Med primærnotert menes i denne sammenheng primærnotert på Oslo Børs eller Oslo Axess. Selskaper som er notert Oslo Børs eller Oslo Axess og som ikke i tillegg er notert på en av Oslo Børs anerkjent børs eller regulert markeds plass er å anse som primærnoterte selskaper. Hvis selskapet er notert på en av Oslo Børs anerkjent markeds plass og notert på Oslo Børs eller Oslo Axess, er selskapet å anse som primærnotert hvis det ble notert på Oslo Børs eller Oslo Axess først. Et selskap som er notert på en av Oslo Børs anerkjent børs eller regulert markeds plass før notering på Oslo Børs eller Oslo Axess er å anse som primærnotert hvis det har søkt om og blitt notert som dette.

4.2.3 Sekundærnoterte selskaper

Selskaper som er notert på en av Oslo Børs anerkjent børs eller regulert markeds plass før notering på Oslo Børs eller Oslo Axess er å anse som sekundærnotert hvis det har søkt om og blitt notert som dette.

4.2.4 Endring av status som primær- eller sekundærnotert

Et selskap som allerede er notert på Oslo Børs eller Oslo Axess kan endre status fra primær til sekundærnotert eller motsatt etter skriftlig søknad til børsen. Søknaden skal være besluttet av selskapets styre, og undertegnet av styret eller av noen som styret har gitt nødvendig fullmakt. Søknad om endring av status fra primær- til sekundærnotert antas å være aktuelt hvis selskapet er tatt opp til notering på en av Oslo Børs anerkjent børs eller regulert markeds plass etter notering på

Oslo Børs eller Oslo Axess. Oslo Børs vil da ved vurderingen blant annet legge vekt på hvilken markedsplass hoveddelen av aksjene er omsatt og hvor hoveddelen av aksjene er registrert. Søknad om status fra sekundærnotert til primærnotert antas å være aktuelt hvis selskapet avslutter notering på en eller flere andre markedsplasser, eller har et ønske om å endre status til primærnotering av andre grunner. Oslo Børs vil da ved vurderingen blant annet legge vekt på hvilken markedsplass hoveddelen av aksjene er omsatt og hvor hoveddelen av aksjene er registrert. Andre markedsplassers regler relatert til primær- og sekundærnotering vil også kunne ha betydning for klassifiseringen.

Hvis et sekundærnotert selskap på Oslo Børs eller Oslo Axess avslutter noteringen på en eller flere andre markedsplasser, og etter det ikke er notert på en av Oslo Børs anerkjent børs eller regulert markedsplass, vil selskapet automatisk endre status fra sekundærnotert til primærnotert uten søknad.

4.2.5 Endringer i løpende forpliktelser knyttet til primær og sekundærnotering

Løpende forpliktelser pkt. 13.1 endres til:

13.1 Generelt

- (1) Pkt. 13 gjelder utenlandske primærnoterte selskaper, samt norske og utenlandske sekundærnoterte selskaper.
- (2) Norge er hjemstat for norske selskaper, samt for selskaper fra land utenfor EØS dersom dette følger av prospektdirektivet.⁴¹
- (3) For andre utenlandske selskaper opptatt til notering på Oslo Børs er Norge vertsstat.
- (4) Primærnotert selskap er selskap som er notert på Oslo Børs eller Oslo Axess og som ikke er notert på en annen av Oslo Børs anerkjent børs eller regulert markedsplass. Selskap som er notert på en av Oslo Børs anerkjent markedsplass i tillegg til å være notert på Oslo Børs eller Oslo Axess, er å anse som primærnotert hvis det ble notert på Oslo Børs eller Oslo Axess først. Selskap som er notert på en av Oslo Børs anerkjent børs eller regulert markedsplass før notering på Oslo Børs eller Oslo Axess er å anse som primærnotert hvis det har søkt om og blitt notert som dette.
- (5) Sekundærnotert selskap er selskap som er notert på en av Oslo Børs anerkjent børs eller regulert markedsplass før notering på Oslo Børs eller Oslo Axess hvis det har søkt om og blitt notert som dette.
- (6) Selskap kan endre status fra primær- til sekundærnotert eller motsatt etter skriftlig søknad til børsen. Søknaden skal være besluttet av selskapets styre, og undertegnet av styret eller av noen som styret har gitt nødvendig fullmakt.
- (7) Sekundærnotert selskap på Oslo Børs eller Oslo Axess som ikke lenger er notert på en av Oslo Børs anerkjent børs eller regulert markedsplass vil endre status fra sekundærnotert til primærnotert uten søknad.

⁴¹ Jf. prospektdirektivet art. 2(1)(m)(iii)

4.3 Informasjon om endring i selskapets styre og daglig ledelse

Bestemmelsen om at selskapet straks skal offentliggjøre beslutninger og forslag til beslutning om endringer i selskapets styre, daglig leder eller finansdirektør flyttes fra løpende forpliktelser første ledd pkt. 2 til nytt pkt. 8 og endres slik at forslag til beslutning ikke lenger inngår i bestemmelsen. Videre er det på bakgrunn av innspill fra høringen i selve bestemmelsen presisert at den også gjelder fratredelseserklæringer. Bestemmelsen omfatter ikke innstilling fra valgkomiteen som ikke vil være å anse som «beslutninger».

Nytt pkt. 3.2 Særskilte selskapsbeslutninger mv.:

3.2 Særskilte selskapsbeslutninger mv.

(1) Selskapet skal straks offentliggjøre:

1. Endringer i rettighetene til selskapets aksjer, herunder endringer i tilknyttede finansielle instrumenter utstedt av selskapet;⁴²
2. Utstedelsen av nye lån, herunder eventuelle garantier eller sikkerheter stilt i denne forbindelse.⁴³ Dersom utstedelsen gjelder et konvertibelt eller ansvarlig lån, skal dette opplyses. Utstedelse av lignende konvertible retter skal også offentliggjøres;
3. Forslag og beslutning i styret, generalforsamling eller annet selskapsorgan om
 - a) ~~endringer i selskapets styre, daglige leder eller finansdirektør;~~
 - b) a) utbytte;
 - c) b) fusjon;
 - d) c) fisjon;
 - e) d) forhøyelse eller nedsettelse av aksjekapitalen; og
 - f) e) fullmakt til kapitalforhøyelse.

Det skal gis opplysninger om tildeling og utbetaling av utbytte, samt om utstedelse av nye aksjer, herunder eventuelle ordninger for tildeling, tegning, annullering og konvertering;⁴⁴

4. Forslag og beslutning om utstedelse av tegningsretter;
5. Ved utstedelse av lån og kapitalforhøyelser som nevnt i nr. 2 og 3, skal det særlig opplyses om garantikonsortier og angis deres sammensetning og garantiforpliktelsesens innhold, samt eventuell forhåndstegning eller –tildeling;
6. Registrert endring av foretaksnavn;
7. Registrert endring av aksjenes pålydende.
8. **Beslutning om endring i selskapets styre, daglig leder eller finansdirektør, herunder også fratredelseserklæringer.**

4.4 Uavhengig ekspertrapport for mineralselskaper i informasjonsdokument

Ved utarbeidelse av informasjonsdokument er det utvidede informasjonskrav for virksomhet som vedrører visse bransjer, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.5.2.4 tredje ledd. Tilleggskravene for disse bransjene vil være aktuelle ved overtagelse av virksomhet eller eiendel, og ikke ved avhendelser eller lignende.

⁴² Verdipapirhandelloven § 5-8 første ledd

⁴³ Verdipapirhandelloven § 5-8 fjerde ledd

⁴⁴ Verdipapirhandelloven § 5-9 femte ledd

Disse utvidede informasjonskrav er knyttet til prospektforordningen vedlegg XIX hvor det er inntatt en liste over særskilte typer selskaper som kan underlegges utvidede informasjonskrav i prospekt etter EMAS prospektanbefaling del III kapittel 1. Dette omfatter blant annet eiendomsselskaper, mineralselskaper, vitenskapelige forskningselskaper, selskaper med mindre enn tre års drift og rederier.

Disse utvidede informasjonskrav gjelder ved utarbeidelse av informasjonsdokument dersom transaksjonen som utløser informasjonsdokument gjelder overtagelse av virksomhet eller eiendel innen for bransjene som er nevnt i prospektforordningen. Hensikten er at børsen ønsker å få gjennomlyst de transaksjoner som disse selskapene gjør, og dette oppnås ved at transaksjonene blir gjenstand for uavhengige verdsettelse/vurderinger (analogt med prospektreglene).

ESMA gjorde i mars 2011 unntak for krav om uavhengig ekspertrapport i prospekt for noterte mineralselskaper under visse forutsetninger, herunder at selskapet har rapportert ressurser og reserver årlig.

Børsen ønsker likevel fortsatt at det skal være krav om en slik ekspertrapport ved overtagelse av reserver og/eller ressurser i informasjonsdokument, uavhengig av ESMA's unntaksbestemmelser. Det er derfor besluttet å presisere dette i bestemmelsen. Selskapet kan imidlertid søke om unntak fra kravet om uavhengig ekspertrapport.

Løpende forpliktelser pkt. 3.5.2.4 tredje ledd endres til:

Dersom transaksjonen gjelder virksomhet innen en av bransjene nevnt i prospektforordningen vedlegg XIX, gjelder ESMA's prospektanbefaling del III kapittel 1 tilsvarende. **For mineralselskaper krever Oslo Børs en uavhengig ekspertrapport som omtalt av ESMA i artikkel 133 i) ved overtagelse av reserver og/eller ressurser. Oslo Børs kan gjøre unntak fra dette kravet ved søknad fra mineralselskapet.**

I kommentaren til bestemmelsen er det tatt inn at børsen i sin behandling av dispensasjonssøknader vil se hen til hvor vesentlig omfanget av nye reserver/ressurser i transaksjonen er, i forhold til selskapets eksisterende reserve/ressursbase. Videre vil det tillegges vekt om reservene/ressursene som omfattes av transaksjonen har vært gjenstand for tidligere offentlig rapportering.

Nærmere retningslinjer vil utpensles gjennom børsens praksis.

4.5 Kapitalendringer i utenlandske selskaper

Det fremgår av løpende forpliktelser pkt. 13.4.4 andre ledd første punktum at utenlandske selskaper ved enhver endring i aksjekapitalen eller antall aksjer utstedet straks offentliggjøre at endringen er gjennomført, samt størrelsen på ny aksjekapital og totalt antall aksjer utstedet. Det fremgår videre av samme bestemmelse andre punktum at før nye aksjer tas opp til notering, skal selskapet offentliggjøre at aksjene er gyldig og lovlig utstedt og fullt innbetalt.

Det er besluttet å innta en bestemmelse om at børsen i særlige tilfeller kan gi unntak fra første og annet punktum. Bestemmelsen er ment som en snever unntakshjemmel som børsen kan benytte i begrensede tilfeller. Et unntak vil for eksempel kunne være relevant for selskaper etablert i en jurisdiksjon der bekreftelser tilsvarende firmaattester eller lignende dokumentasjon på registrering i relevant selskapsregister ikke utstedes, eller i spesielle situasjoner relatert til selskaper notert på annet regulert marked eller tilsvarende, og som forholder seg til relevant regelverk i andre markeder. Børsen vil ved innvilgelse av unntak kunne sette vilkår knyttet til det antall aksjer unntaket omfatter og tidspunkt for offentliggjøring. Selskaper som har Norge som hjemstat vil under enhver

omstendighet være underlagt kravet i vphl. § 5-8, jf. vphl. § 5-4, om at aksjeutsteder senest ved utgangen av hver måned som det finner sted en aksjekapital- eller stemmerettsendring, skal offentliggjøre en oversikt over aksjekapitalen og antall stemmer i selskapet.

Løpende forpliktelser pkt. 13.4.4 andre ledd endres til:

Ved enhver endring i aksjekapitalen eller antall aksjer utstedet skal selskapet straks offentliggjøre at endringen er gjennomført, samt størrelsen på ny aksjekapital og totalt antall aksjer utstedet. Før nye aksjer tas opp til notering, skal selskapet offentliggjøre at aksjene er gyldig og lovlig utstedt og fullt innbetalt. **Børsen kan i særskilte tilfeller gjøre unntak fra første og annet punktum.**

Det er i tillegg inntatt kommentarer til bestemmelsen vedrørende børsens behandling av søknader om unntak fra første og annet punktum i samsvar med det som fremgår ovenfor.

4.6 Managementavtaler

For beskrivelse av foreslått endring i løpende forpliktelser, se omtale under punkt 3.8.

4.7 Noteringsavtaler for utenlandske selskaper

For beskrivelse av foreslått endring i løpende forpliktelser, se omtale under punkt 3.9.

1.3 Børssirkulære 3/2013: Endringer i obligasjonsreglene for Oslo Børs og Nordic ABM

1 Innledning

Vedlagt oversendes endringer i følgende regelsett vedtatt av Oslo Børs 30. mai 2013:

- (i) Obligasjonsreglene
- (ii) ABM-reglene

I punkt 2 nedenfor gis en kort oversikt over de vedtatte endringene. I punkt 3 gis det en nærmere redegjørelse for endringene i obligasjonsreglene for Oslo Børs, mens det i punkt 4 gis en nærmere redegjørelse for endringene i obligasjonsreglene for Nordic ABM.

Børsen har mottatt høringsuttalelser fra Folketrygdfondet, Finans Norge og Wikborg, Rein & Co. DA Advokatfirma.

De vedtatte reglene samsvarer i hovedsak med de forslag som ble sendt på høring 5. mars 2013, likevel slik at det er gjort enkelte mindre endringer og presiseringer på bakgrunn av tilbakemeldinger i høringsrunden.

De reviderte reglene trer i kraft 1. juli 2013.

2 Kort oversikt over vedtatte endringer

2.1 Endringer i obligasjonsreglene for Oslo Børs

- Det er vedtatt at managementavtalen som managementselskaper skal inngå med Oslo Børs, erstattes med en tiltredelseserklæring og at ansvaret og plikter for managementselskapet reguleres direkte i børsens regler. Dette medfører endringer i pkt. 2.4 og pkt. 8.3.
- Det er vedtatt at debitorskifte inntas i listen over forhold som låntager straks skal offentliggjøre, jf. pkt. 3.3 (1), uavhengig av om forholdet er å anse som innsideinformasjon.
- Det er vedtatt å innta et nytt krav om at det ved opptak av lån til notering for prospektpliktige utstedere skal gis informasjon om sikkerheten for lånet, jf. nytt pkt. 2.7.1 (4) nr. 13. Slik informasjon skal offentliggjøres sammen med prospektet, jf. nytt pkt. 3.8.1 (3).
- Det er vedtatt å fjerne dagens krav i pkt. 2.8 (2) nr. 1 og pkt. 3.8.3 (3) om at det før første noteringsdag skal bekreftes overfor Oslo Børs at prospekt er offentliggjort. Videre er det vedtatt at krav om bekreftelse på offentliggjøring av lånedokument kun skal gjelde for det tilfellet at lånedokumentet ikke offentliggjøres på børsens hjemmeside.
- Kravet til utarbeidelse av års- og halvårsrapporter for morselskap i konsern i pkt. 3.6.2 (6) er vedtatt fjernet.
- Det er for utsteder av obligasjoner, hvis pålydende er minst 100 000 euro, vedtatt å innta en dispensasjonshjemmel i pkt. 3.6.5 fra fristen for offentliggjøring av halvårsrapport.
- Det er vedtatt inntatt i regelverket et krav om at revisor og revisjonsselskaper for selskaper registrert utenfor EØS-området må være registrert i Finanstilsynets revisorregister ved opptak til notering, jf. pkt. 4.2.1 andre ledd nr. 3 og pkt. 4.2.2 andre ledd nr. 3.
- Pkt. 2.2.1 (2) og (3) om verdien av børspost er vedtatt fjernet da tilsvarende regler om dette allerede fremgår av Markedsmodellen for obligasjoner.

2.2 Endringer i ABM-reglene

- Det er vedtatt å tillate notering av konvertible obligasjoner også på Nordic ABM, forutsatt at den underliggende aksje er notert på et anerkjent regulert marked, jf. nytt pkt. 2.3.4.
- Tilsvarende som i obligasjonsreglene for Oslo Børs er det vedtatt å erstatte management-avtaler med tiltredelseserklæringer som henviser til ABM-regelverket, jf. endringer i pkt. 2.3.5.
- Det er vedtatt at krav om bekreftelse på offentliggjøring av noteringsdokument kun skal gjelde for det tilfellet at dokumentet ikke offentliggjøres på børsens hjemmeside, jf. endret pkt. 2.6 (2) nr.1. Videre er det vedtatt at krav om bekreftelse overfor Oslo Børs på at prospekt er offentliggjort fjernes.
- Det er vedtatt å fjerne kravet i gjeldende pkt. 2.7.2 om utarbeidelse av fullt noteringsdokument ved obligasjonslån med pålydende per obligasjon på mindre enn 100 000 euro.
- Det er vedtatt å innta dispensasjonsmulighet fra minimumskravene til noteringsdokument når utsteder har eksistert i 3 år, jf. nytt pkt. 2.7.2.2.
- Det er vedtatt å fjerne kravet i pkt. 3.2.2 (1) nr. 2 om offentliggjøring ved utstedelse av nye lån.
- Det er vedtatt å ta inn debitorskifte som eget punkt under ABM-reglene pkt. 3.2.2, som et forhold som skal offentliggjøres straks.
- Det er vedtatt å lempe på språkkravet i pkt. 3.5.4 slik at alle låntagere kan velge om de vil benytte norsk, svensk, dansk eller engelsk.
- Tilsvarende som for obligasjonsreglene for Oslo Børs, er kravet til verdi av handelspost i pkt. 2.2.3 tatt ut.

3 Endringer i obligasjonsreglene for Oslo Børs

3.1 Managementselskap

Det følger av pkt. 2.4 at dersom andre enn låntager skal forestå ledelsesfunksjoner (managementselskaper), skal låntager inngå en særskilt avtale med Oslo Børs som nærmere regulerer ansvaret og pliktene til låntager og managementselskapet. Børsen anser det mer hensiktsmessig at de forhold som regulerer låntager og managementselskapets plikter fremgår direkte av børsens regler. Avtalen er derfor erstattet med en standard tiltredelseserklæring som viser til de relevante bestemmelsene i reglene.

Obligasjonsreglene pkt. 2.4 samt pkt. 8.3 (1) er vedtatt endret som følger:

2.4 Managementselskap og garantister

(1) Dersom noen skal forestå ledelsesfunksjoner på vegne av låntager (managementselskap) plikter vedkommende å etterleve de regler som låntager ville vært underlagt dersom låntager selv hadde forestått de aktuelle funksjoner, **herunder børsloven § 24 (7), obligasjonsreglene, verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften. Låntager skal inntestå for at overtredelser av slike obligasjonsreglene regler** som skyldes den som forestår driften eller virksomheten skal behandles som om overtredelsen var begått av låntager.

(2) Managementselskapet og låntager skal før innlevering av børsøknad inngå **særskilt avtale med Oslo Børs en tiltredelseserklæring** som nærmere regulerer ansvaret og pliktene til låntager og managementselskapet overfor børsen.

(3) Både låntager og managementselskapet skal på forespørsel gi Oslo Børs opplysninger etter børsloven § 24 (7). Dersom managementselskapet ikke etterlever sine forpliktelser overfor Oslo Børs, skal låntager være ansvarlig overfor Oslo Børs.

(4) Managementselskapet skal etablere tilfredsstillende rutiner som sikrer at nødvendig informasjon kommuniseres mellom låntager og managementselskapet. Managementselskapet skal ha en person som er angitt som kontaktperson for Oslo Børs. Personen skal ha tilfredsstillende kunnskap om de regler som låntager er underlagt.

(53) Børsen kan kreve at også garantist for låntagers obligasjoner inngår særskilt avtale som nevnt i annet ledd, jf. første ledd med Oslo Børs som nærmere regulerer ansvaret og pliktene til garantisten overfor børsen.

(64) Dersom låntager, managementselskap eller garantist bryter bestemmelser i avtale som nevnt i annet ledd, kan børsen ilegge partene sanksjoner i henhold til pkt. 8.3 og 8.4.

8.3 Løpende daglig mulkt for låntager med børsnoterte obligasjoner

(1) Oppfyller ikke en låntager sin opplysningsplikt etter børsloven og børsforskriften, jf. børsloven § 24 syvende ledd, kan børsen pålegge låntager en løpende daglig mulkt inntil opplysningsplikten er oppfylt. Tilsvarende gjelder i forhold til låntagers ansatte og tillitsvalgte, samt managementselskapet og garantist som nevnt i pkt. 2.4 og ansatte og tillitsvalgte i managementselskapet og garantist.

3.2 Debitorskifte

Debitorskifte inntas som et nytt punkt i listen over forhold som låntager straks skal offentliggjøre, jf. pkt. 3.3 (1), uavhengig av om det er å anse som innsideinformasjon. Bakgrunnen er at debitorskifte under enhver omstendighet anses som relevant informasjon for markedet.

Obligasjonsreglene pkt 3.3 (1) er vedtatt endret som følger:

3.3 Andre vesentlige forhold

(1) Låntager skal straks offentliggjøre:

1. Endring i rettighetene knyttet til låntagers lån, herunder endrede vilkår eller betingelser som indirekte kan påvirke innehavernes rettsstilling, især som følge av endrede lånebetingelser eller rente.
2. Utstedelsen av nye lån, herunder eventuelle garantier eller sikkerheter stilt i denne forbindelse. Det skal også opplyses om lånets prioritet.
3. Forslag og vedtak av låntagers kompetente organer om selskapsrettslige endringer slik som fusjon, fisjon, omdanning og ikke ubetydelige endringer av låntagers egenkapital.
4. Salg av eller tilbud om kjøp av en vesentlig del av låntagers eiendeler eller virksomhet og resultatet av tilbudet.
5. Beslutning om betalingsinnstilling, åpning av gjeldsforhandling, herunder privat gjeldsforhandling, vedtak om frivillig gjeldsordning, tvangsakkord, offentlig administrasjon eller konkurs i låntager.
6. Vesentlige endringer i obligasjonslånets utestående beløp eller låntagers egenbeholdning i obligasjoner. Meldingen skal inneholde ny avdragsplan dersom endringen har betydning for denne.

7. Endring av låneramme.
8. Forhold av vesentlig betydning vedrørende pant, garanti og annen sikkerhet som er stillet for obligasjonene, herunder ny takst for stillet pant, samt andre forhold som er av vesentlig betydning for sikkerheten.
9. Forhold av vesentlig betydning vedrørende endringer i eierstrukturen for låntageren.
10. Vedtak fattet av obligasjonseiermøtet.
- ~~10.11. Debitorskifte.~~
- 11.12. Registrert endring av låntagers foretaksnavn.
- 12.13. Tilbakekjøpstilbud som sendes til obligasjonseierne samt resultat av tilbudet.
- 13.14. Endring i lovvalg og verneting for låntager.

3.3 Informasjon om sikkerhet ved opptak til notering

Oslo Børs innfører ett nytt krav i pkt. 2.7.1 (4) nr. 13 der det skal gis nærmere informasjon om sikkerhet for lånet ved opptak til notering. Dette er i dag kun et krav ved opptak av nye lån som er unntatt prospektplikt, jf. obligasjonsreglene pkt. 2.10 (1) nr. 9. Ettersom dette er informasjon som ikke nødvendigvis vil fremgå av prospekt for obligasjonslån med pålydende over 100 000 euro, er det behov for at regelverket omfatter også disse utstederne.

Informasjonen om lånets sikkerhet skal offentliggjøres sammen med prospektet, jf. nytt pkt. 3.8.1 (3)

Obligasjonsreglene pkt. 2.7.1 (4) og pkt. 3.8.1 er vedtatt endret som følger:

2.7.1 Søknadens innhold

(4) Søknaden skal særlig inneholde eller ha som vedlegg:

1. Låntagers vedtekter eller tilsvarende regler der slike finnes.
2. Obligasjonenes verdipapirnummer i verdipapirregister som nevnt i pkt. 2.2.3, og hvem som er registerfører for låntager.
2. Obligasjonslånets samlede pålydende verdi.
4. Årsrapport, i henhold til pkt. 3.6.2 for de to foregående regnskapsår, eller slik kortere regnskapsperiode låntager har bestått. Børsen kan kreve årsrapport for de tre foregående regnskapsår dersom det foreligger særlige grunner. Halvårsrapporter (evt. delårsrapporter for en kortere periode enn seks måneder) i henhold til pkt. 3.6.2 dersom disse er avlagt etter siste årsrapport. Det skal opplyses om delårsrapporten har vært gjenstand for revisjon.
5. Låntagers kontaktperson overfor børsen, jf. pkt. 3.1.4.
6. Opplysninger om vedtak, beslutninger mv. fattet av låntager som kan være av betydning for spørsmålet om obligasjonene er egnet for børsnotering.
7. Opplysninger om avtaler mellom låntagerens eiere, avtaler mellom obligasjonseiere og andre avtaler, beslutninger mv. som er kjent for låntager, og som kan være av betydning for spørsmålet om obligasjonene er egnet for børsnotering.
8. Opplysning om obligasjonslånets eventuelle tillitsmann, tilrettelegger eller betalingsagent med angivelse av adresse, telefon, e-postadresse og telefaksnummer.

9. Opplysninger om resultatet av emisjonen og tildelingen, herunder om tildeling er foretatt i henhold til eventuell garantiforpliktelse.
10. Bekreftelse på at obligasjonslånet er fullt innbetalt. For obligasjoner med pålydende på minst 100 000 euro gjelder kravet i de tilfeller Oslo Børs bestemmer det. Hvis obligasjonene ikke er fullt innbetalt, må dette meddeles børsen innen kl. 15.30 børsdagen før første noteringsdag.
11. Kopi av undertegnet lånekontrakt dersom dette er utarbeidet.
12. Godkjent prospekt, jf. pkt. 2.9 første ledd eller lånedokument, jf. pkt. 2.10, herunder eventuelle tilleggsprospekter. Skjer noteringen på grunnlag av grunnprospekt, må også endelige vilkår vedlegges.
13. Informasjon om sikkerhet for verdipapirene, herunder sammendrag av klausuler som påvirker sikkerheten eller som medfører at lånet har lavere prioritet enn øvrige nåværende eller fremtidige forpliktelser for låntager. Er lånet sikret med panterett, skal det gis tilstrekkelig informasjon om pantet slik at investor kan foreta en velfundert vurdering av sikkerheten knyttet til verdipapiret.
- ~~14~~3. Opplysning om låntager vil ha Norge som hjemstat eller vertsstat etter pkt. 3.1.8.
- ~~15~~4. Redegjørelse og bekreftelse på at revisjonsutvalget tilfredsstiller kravene i pkt. 2.5.

3.8.1 Plikt til å utarbeide prospekt eller lånedokument

(1) Låntager skal utarbeide prospekt etter reglene i verdipapirhandelloven kapittel 7 med forskrifter, eller i samsvar med tilsvarende regler i annen EØS-stat som kan benyttes grensekryssende iht. verdipapirhandelloven § 7-9 første ledd.

(2) Dersom låntager med Norge som hjemstat etter prospektdirektivet gis dispensasjon fra plikten til å utarbeide prospekt etter verdipapirhandelloven § 7-6, skal det utarbeides et lånedokument i samsvar med pkt. 2.10.

(3) Prospektpliktig låntager som nevnt i første ledd som utsteder obligasjonslån hvis pålydende verdi er minst 100 000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta, skal offentliggjøre informasjon om sikkerhet som nevnt i pkt. 2.7.1 (4) nr. 13 sammen med prospektet.

3.4 Bekreftelse på offentliggjøring av prospekt

Det følger av gjeldende pkt. 2.8 (2) nr. 1 og pkt. 3.8.3 (1) at Oslo Børs skal motta bekreftelse på at prospekt er offentliggjort før opptak finner sted. Utsteder må avgi tilsvarende bekreftelse overfor Finanstilsynet før en eventuell godkjennelse av prospekt. Ettersom Oslo Børs skal motta bekreftelse fra utsteder om at prospektet er godkjent av Finanstilsynet, anses kravet i pkt. 2.8 (2) nr. 1 og pkt. 3.8.3 (1) overflødig og er derfor fjernet.

Videre er kravet til bekreftelse på offentliggjøring av lånedokument i pkt. 2.8 (2) nr. 1 endret til at det kun gjelder dersom lånedokumentet ikke offentliggjøres på Oslo Børs' hjemmeside.

Obligasjonsreglene pkt 2.8 og pkt. 3.8.3 er vedtatt endret som følger:

2.8 Notering

(1) Lånet kan tas opp til notering etter at børsen har fattet sitt vedtak og eventuelle betingelser knyttet til børsnoteringen er oppfylt.

(2) Senest kl. 15.00 børsdagen før første noteringsdag må følgende forhold, i tillegg til de opplysninger som fremkommer av søknaden, være skriftlig dokumentert:

1. Bekreftelse på offentliggjøring av ~~prospekt eller~~ lånedokument i samsvar med pkt. 3.8.3 (3) dersom det ikke offentliggjøres på en internettside organisert av Oslo Børs;
2. Frigivelsesbrev eller tilsvarende dokument dersom dette er utarbeidet;
3. Rentefastsettelse dersom renten ikke er angitt i prospektet eller lånedokumentet;
4. Eventuelt andre avtaler eller dokumenter som børsen krever i det enkelte tilfelle.

(3) Ved notering på grunnlag av grunnprospekt må Oslo Børs i tillegg og innen samme frist ha mottatt bekreftelse på offentliggjøring av endelige vilkår i samsvar med pkt. 3.8.3 (4) verdipapirhandelloven § 7-19. ~~Ved senere noteringer på grunnlag av samme grunnprospekt gjelder ikke annet ledd nr. 1.~~

(4) Oslo Børs kan gjøre unntak fra fristen i annet ~~og tredje~~ ledd.

3.8.3 Frist for å bekrefte offentliggjøring

~~(1) Innen kl. 15.00 dagen før notering foretas eller innen kl 16.00 dagen før tilbudsperioden starter må børsen ha mottatt en bekreftelse fra låntager på at EØS-prospekt er eller vil bli offentliggjort i henhold til verdipapirhandelloven § 7-19.~~

~~(2) Bekreftelsen skal sendes til obligasjoner@oslobors.no.~~

~~(3) Første og annet ledd gjelder tilsvarende for prospekter sendt grensekryssende etter verdipapirhandelloven § 7-9 første ledd.~~

~~(4) Første og annet ledd gjelder tilsvarende for tilleggprospekter godkjent etter verdipapirhandelloven § 7-15 eller tilsvarende regler i annen EØS-stat som benyttes grensekryssende etter verdipapirhandelloven § 7-9 første ledd. Meldingen må i slike tilfeller sendes uten ugrunnet opphold etter godkjenningen av prospektet.~~

~~(15) Prospekt registrert i Foretaksregisteret i henhold til verdipapirhandelloven § 7-10, lånedokument og dokument utarbeidet i henhold til unntaksreglene i verdipapirhandelloven § 5-4 eller § 5-5, må offentliggjøres innen det tidspunkt tilbudsperioden starter eller notering foretas.~~

~~(26) Lånedokument etter pkt 2.10 skal offentliggjøres ved at det gjøres tilgjengelig elektronisk på låntagers, tilretteleggers eller Oslo Børs' hjemmeside.~~

~~(37) Innen fristene nevnt i førsteledd kl 15.00 dagen før notering foretas eller innen kl 16.00 dagen før tilbudsperioden starter må børsen ha mottatt en bekreftelse på at lånedokument er offentliggjort eller vil bli offentliggjort innen de frister som fremkommer av femte ledd. ~~det~~~~

tidspunkt tilbudsperioden starter eller notering foretas. Kravet gjelder ikke dersom lånedokumentet offentliggjøres på en internettside organisert av Oslo Børs

~~(48) Når tilbud eller notering skjer på grunnlag av grunnprospekt, gjelder første og annetredje ledd tilsvarende for endelige vilkår. Ved senere noteringer på grunnlag av samme grunnprospekt gjelder første og annet ledd kun for endelige vilkår.~~

3.5 Plikt til å avlegge årsrapport og halvårsrapport – krav til mortall

Det er vedtatt å fjerne gjeldende krav i pkt. 3.6.2 (6) om at det skal utarbeides års- og halvårsrapporter for både morselskap og konsern dersom låntager er morselskap i et konsern.

Plikten i børsens obligasjonsregler til å offentliggjøre selskapsregnskap for låntager i tillegg til konserntall har ikke bakgrunn i direktiv- eller lovkrav, og børsen har kommet til at det er ønskelig å fjerne denne særlige forpliktelsen i obligasjonsreglene. Denne endringen vil imidlertid ikke ha betydning for låntagere som har plikt til å utarbeide selskapsregnskap etter annet regelverk.

3.6 Unntak fra fristen for offentliggjøring av halvårsrapport

Pkt. 3.6.4 (3) inneholder per i dag en hjemmel for børsen til å dispensere fra plikten til å utarbeide halvårsrapport for låntager som bare utsteder obligasjoner hvis pålydende er minst 100 000 euro.

Børsen har under henvisning til nevnte bestemmelse også gitt dispensasjon fra tidsfristen for offentliggjøring av halvårsrapporter til utsteder som offentliggjør delårsrapporter hyppigere enn halvårlig. Det anses imidlertid hensiktsmessig å innta en egen dispensasjonshjemmel i obligasjonsreglene pkt. 3.6.5 (3) der Oslo Børs kan gi slike utstedere unntak fra kravet til å offentliggjøre halvårsrapport senest innen to måneder etter regnskapsperiodens utgang.

Unntakshjemmelen er ment å praktiseres strengt og er først og fremst tenkt benyttet for utstedere fra land utenfor EØS, og som offentliggjør delårsrapporter hyppigere enn halvårlig.

På denne bakgrunn er pkt. 3.6.5 vedtatt endret som følger:

3.6.5 Offentliggjøring av delårsrapport

(1) Halvårsrapport skal offentliggjøres så raskt som mulig og senest to måneder etter regnskapsperiodens utgang. Låntager skal sørge for at halvårsrapport forblir offentlig i minst fem år.

(2) Dersom låntager utarbeider delårsrapport for en kortere periode enn seks måneder, skal disse offentliggjøres i henhold til pkt 3.7 senest samtidig som de offentliggjøres på annen måte.

(3) Oslo Børs kan gjøre unntak fra første ledd første punktum for låntager som bare utsteder obligasjoner hvis pålydende verdi er minst 100 000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta.

3.7 Registrering av tredjelandsrevisorer i Finanstilsynets revisorregister

Det åttende selskapsdirektiv (Revisjonsdirektivet) omhandler kvalitetssikring av godkjente revisorer og har bestemmelser som vedrører tredjelandsrevisorer. Disse bestemmelsene er inntatt i Forskrift

av 30. juni 2010 om registrering av og tilsyn med tredjelandsrevisorer. Forskriften trådte i kraft 1. juli 2010.

Etter forskriften skal tredjelandsrevisor og tredjelandsrevisjonsselskaper for utstedere med verdipapirer notert på regulert marked i Norge registrere seg i det norske Finanstilsynets revisorregister og føres tilsyn med. Med tredjeland etter forskriften menes land utenfor EØS området. En tredjelandsrevisor er den som foretar revisjonen av årsregnskapet til revisjonspliktige som er registrert i et tredjeland. Et tredjelandsrevisjonsselskap er en juridisk enhet som foretar revisjon av årsregnskapet til revisjonspliktige som er registret i et tredjeland.

Finanstilsynet kan fritta en registrert tredjelandsrevisor fra slikt tilsyn dersom revisortilsynsmyndighetene i et annet EØS-land, eller et tredjelands kvalitetssikringssystem som er vurdert som tilsvarende i henhold til direktiv 2006/43/EF artikkel 46, har utført kvalitetskontroll i løpet av de siste tre år.

Formålet med registrerings- og tilsynsbestemmelsen er investorbeskyttelse. Krav til registreringen fremgår av ovennevnte forskrift.

Børsen har med utgangspunkt i ovennevnte forskrift innarbeidet en bestemmelse i børsens obligasjonsregler under pkt. 4.2.1 andre ledd nr. 3 og pkt. 4.2.2 andre ledd nr. 3 der det stilles krav om registrering av tredjelandsrevisorer og tredjelandsrevisjonsselskaper i det norske Finanstilsynets revisorregister.

Obligasjonsreglene pkt. 4.2.1 (2) er vedtatt endret som følger:

4.2.1 Primærnotering av obligasjoner

(2) Opptaksvilkårene i pkt. 2 gjelder tilsvarende, med følgende endringer og tillegg:

1. Låntager skal ha en så stor del av obligasjonslånet som søkes notert på Oslo Børs registrert i et verdipapirregister som nevnt i pkt. 2.2.3 at kravet om lånets størrelse, jf. pkt. 2.2.1 første ledd er oppfylt også for denne delen.
2. Det skal i søknaden etter pkt. 2.7.1 opplyses hvilken EØS-stat obligasjonslånet har som hjemstat etter prospektdirektivet, og om låntager vil ha Norge som hjemstat eller vertsstat etter pkt. 4.3.
- 2.3. Revisor og revisjonsselskap for låntagere som er registrert i land utenfor EØS-området må være registrert i Finanstilsynets revisorregister.
- 3.4. Børsen kan kreve advokaterklæring (legal opinion) i forbindelse med søknad om børsnotering. Børsen kan kreve at omkostningene skal dekkes av låntager.
- 4.5. Børsen kan beslutte hvorvidt det skal inngås kursnoteringsavtale med låntager. Bestemmelser i obligasjonsreglene kan fravikes i kursnoteringsavtalen, og låntager kan pålegges plikter utover det som følger av disse reglene. Bryter låntager bestemmelser fastsatt i kursnoteringsavtalen, kan børsen ilegge låntageren sanksjoner i henhold til pkt. 8.

Pkt. 4.2.2 (2) er endret som følger:

4.2.2 Sekundærnotering av obligasjoner

(2) Opptaksvilkårene i pkt. 2 gjelder tilsvarende, med følgende endringer og tillegg:

1. Låntager skal ha en så stor del av obligasjonslånet som søkes notert på Oslo Børs registrert i et verdipapirregister som nevnt i pkt. 2.2.3 at kravet om lånets størrelse, jf. pkt. 2.2.1 første ledd er oppfylt også for denne delen.
2. Det skal i søknaden etter pkt. 2.7.1 opplyses hvilken EØS-stat obligasjonslånet har som hjemstat etter prospektdirektivet, og om låntager vil ha Norge som hjemstat eller vertsstat etter pkt. 4.3.
- 2-3. **Revisor og revisjonsselskap for låntagere som er registrert i land utenfor EØS-området må være registrert i Finanstilsynets revisorregister.**
- 3-4. Børsen kan kreve advokaterklæring (legal opinion) i forbindelse med søknad om børsnotering. Børsen kan kreve at omkostningene skal dekkes av låntager.
- 4-5. Børsen kan beslutte hvorvidt det skal inngås kursnoteringsavtale med låntager. Bestemmelser i obligasjonsreglene kan fravikes i kursnoteringsavtalen, og låntager kan pålegges plikter utover det som følger av disse reglene. Bryter låntager bestemmelser fastsatt i kursnoteringsavtalen, kan børsen ilegge låntageren sanksjoner i henhold til pkt. 8.

3.8 Krav til verdi av børspost

I obligasjonsreglene pkt. 2.2.1 (2) og (3) er det krav til verdien av børspost. Dette er krav som også fremgår av Markedsmodellen for obligasjoner, og som hører mer naturlig til der. Kravene er derfor tatt ut av obligasjonsreglene.

4 Endringer i ABM-reglene

4.1 Notering av konvertible obligasjoner

Oslo Børs åpner for notering av konvertible obligasjoner på Nordic ABM. Dette innebærer at det gis adgang til å notere konvertible obligasjoner forutsatt at underliggende aksje som obligasjonen kan konverteres til, er notert på et regulert, anerkjent og åpent marked som fungerer regelmessig. Dette tilsvarer hovedregelen på Oslo Børs, jf. obligasjonsreglene pkt. 2.3.4 (1).

Verdipapirhandelloven § 3-1 (2) gjør en rekke av lovens adferdsbestemmelser gjeldende for finansielle instrumenter hvis verdi avhenger av finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk regulert marked. Dette innebærer at verdipapirhandellovens bestemmelser om misbruk av innsideinformasjon (§3-3), taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering (§ 3-4) vil gjelde for konvertible obligasjoner notert på Nordic ABM så fremt den underliggende aksjen er eller søkes notert på norsk regulert marked, jf. vphl. § 3-1 (2). Børsen legger til grunn at tilsvarende adferdsbestemmelser vil gjelde for konvertible obligasjoner hvis underliggende aksje er eller søkes notert på regulert marked i andre EØS-land gjennom markedsmisbruksdirektivet. På denne bakgrunn inntas et nytt pkt. 2.3.4:

2.3.4 Vilkår for børsnotering av konvertible obligasjoner

(1) Obligasjoner som gir obligasjonseier rett til å erverve aksjer kan bare opptas til notering dersom aksjer av samme klasse allerede er opptatt eller samtidig opptas til notering eller notering på et annet regulert, anerkjent og åpent marked som fungerer regelmessig.

(2) Dersom rett til å få utstedt aksjer (tegningsrett) som er knyttet til obligasjonen skilles fra denne, gjelder børsforskriften § 1 tilsvarende. Opptak til børsnotering av tegningsretter til aksjer er regulert i opptaksregler for aksjer pkt. 8.

Videre inntas det et nytt ledd i bestemmelsen om krav til lånebeskrivelse for konvertible obligasjoner; pkt. 2.7.3.4 (3), der det må opplyses om hvor det er mulig å få opplysninger om underliggende verdipapir.

På denne bakgrunn inntas nytt pkt 2.7.3.4 (3):

2.7.3.4.2.4 Lånebeskrivelse

(3) For obligasjoner som gir obligasjonseier rett til å erverve aksjer skal det angis nærmere hvor det er mulig å få opplysninger om historiske og fremtidig kursutvikling og kurssvingninger for underliggende verdipapir, samt ISIN og utsteders navn.

4.2 Managementavtaler

Tilsvarende som endret i obligasjonsreglene for Oslo Børs, se omtale under punkt 3.1 over, endres bestemmelsen slik at de forhold som regulerer låntagers og managementselskapets plikter fremgår direkte av ABM-reglene og at gjeldende managementavtale erstattes men en tiltredelseserklæring som henviser til de aktuelle regler.

På denne bakgrunn endres obligasjonsreglene pkt. 2.3.5 som følger:

2.3.5.2.3.6 Managementselskap og garantister

(1) Dersom noen skal forestå ledelsesfunksjoner på vegne av låntager (managementselskap) plikter vedkommende å etterleve de regler som låntager ville vært underlagt dersom låntager selv hadde forestått de aktuelle funksjoner, herunder ABM-reglene. Låntager skal innestå for at overtredelser av Nordic ABM-reglene som skyldes den som forestår driften eller virksomheten skal behandles som om overtredelsen var begått av låntager.

(2) Managementselskapet og låntager skal før låntagers obligasjoner tas opp til notering inngå særskilt avtale med Nordic ABM en tiltredelseserklæring som nærmere regulerer ansvaret og pliktene til låntager og managementselskapet overfor Nordic ABM.

(3) Både låntager og managementselskap skal på forespørsel gi Nordic ABM opplysninger etter ABM-reglene pkt 3.1.5 (5). Dersom managementselskapet ikke etterlever sine forpliktelser overfor Nordic ABM, skal låntager være ansvarlig overfor Nordic ABM.

(4) Managementselskap skal etablere tilfredsstillende rutiner som sikrer at nødvendig informasjon kommuniseres mellom låntager og managementselskapet. Managementselskapet skal ha en person som er angitt som kontaktperson for Nordic ABM. Personen skal ha tilfredsstillende kunnskap om de regler som låntager er underlagt.

(35) Nordic ABM kan kreve at også garantist for låntagers obligasjoner inngår særskilt avtale som nevnt i annet ledd med Nordic ABM som nærmere regulerer ansvaret og pliktene til garantisten overfor børsen.

(46) Tilsvarende kan Nordic ABM kreve at det skal inngås avtaler med utenlandske låntagere som regulerer nærmere rettigheter og forpliktelser i tilknytning til utenlandske lån. Nordic ABM kan kreve advokaterklæring (legal opinion) i forbindelse med søknad om notering fra utenlandske låntagere.

(57) Dersom låntager, managementselskap eller garantist bryter bestemmelser i avtale som nevnt i annet ledd, kan Nordic ABM gi offentlig kritikk i henhold til pkt. 8.1.

4.3 Bekreftelse på offentliggjøring av noteringsdokument/prospekt

Iht. til ABM-reglene pkt. 2.6 (2) nr. 1 kreves det innen notering en bekreftelse på at noteringsdokumentet er offentliggjort i samsvar med pkt. 2.7.1.3 eller bekreftelse på at EØS-prospekt er offentliggjort i samsvar med vphl. § 7-19.

Som for obligasjonsreglene på børs, se omtale under punkt 3.4 over, tas kravet om bekreftelse på offentliggjøring av prospekt ut, og kravet om bekreftelse på offentliggjøring av lånedokument endres til å gjelde kun dersom lånedokumentet ikke offentliggjøres på Oslo Børs' hjemmeside, jf ABM-reglene pkt. 2.6 (2) nr. 1.

På denne bakgrunn endres pkt. 2.6 (2):

(2) Senest kl. 15.00 handelsdagen før første noteringsdag må følgende forhold, i tillegg til de opplysninger som fremkommer av søknaden, være skriftlig dokumentert:

1. Bekreftelse på at noteringsdokumentet er offentliggjort i samsvar med pkt. 2.7.1.3 eller bekreftelse på at EØS-prospekt er offentliggjort i samsvar med verdipapirhandelloven § 7-19 dersom det ikke offentliggjøres på en internettside organisert av Oslo Børs eller Nordic ABM;
2. Rentefastsettelse dersom renten ikke er angitt i prospektet eller lånedokumentet;
3. Eventuelt andre avtaler eller dokumenter som Nordic ABM krever i det enkelte tilfelle.

4.4 Innholdskrav – obligasjonslån med pålydende under 100 000 euro

ABM-reglene pkt. 2.7.3.2 oppstiller forenklede krav til notering dersom utsteder allerede har lån, aksjer eller egenkapitalbevis notert på en anerkjent børs eller anerkjent markeds plass. Det samme gjelder dersom utsteder har eksistert i minst tre år.

For obligasjonslån med pålydende per obligasjon på mindre enn 100 000 euro gjelder imidlertid som hovedregel strengere krav uavhengig av hvor lenge låntager har eksistert og om låntager har verdipapirer notert på annet regulert marked. Det er da etter gjeldende regelverk påkravet at det utarbeides et fullstendig noteringsdokument etter kravene oppstilt i pkt. 2.7.3.3. Dette ble opprinnelig begrunnet med behov for mer informasjon ved obligasjonslån rettet mot retailinvestorer sammenlignet med lån rettet mot profesjonelle investorer. I både prospektdirektivet, rapporteringsdirektivet og MiFID er terskelen på 100 000 euro ment å skille mellom retail og profesjonelle investorer. Nordic ABM kan etter gjeldende regler gjøre unntak fra de skjerpede

noteringskravene for låntager med obligasjoner med pålydende på mindre enn 100 000 euro dersom låntager har verdipapirer notert på Oslo Børs, Nordic ABM eller Oslo Axess, jf. 2.7.2 (2).

Det er børsens erfaring at også obligasjonslån med lavt pålydende i stor utstrekning er rettet mot profesjonelle investorer. Pålydende kan da være satt lavt av tekniske årsaker.

Et tilbud mot retailinvestorer vil ofte skje i form av et offentlig tilbud iht. prospektdirektivet, og det vil i disse tilfellene uansett være krav om å utarbeide tilbudsprospekt.

På denne bakgrunn tas kravet til utarbeidelse av fullt noteringsdokument ut iht. pkt. 2.7.3.3 for utsteder med obligasjonslån pålydende per obligasjon på mindre enn 100 000 euro. Obligasjonens pålydende vil da ikke ha betydning for krav til noteringsdokument.

4.5 Minimumskrav til noteringsdokument

For selskaper som har eksistert i tre år og som er underlagt forenklede krav til lånedokumentasjon etter pkt. 2.7.3.2, gjelder det et krav om at noteringsdokumentet må inneholde årsrapport for de tre siste regnskapsår. For selskaper som har eksistert i tre år, men som av ulike grunner ikke har utarbeidet tre fullstendige årsrapporter, kan det være aktuelt å gi unntak fra kravet dersom børsen finner at det samlet foreligger tilstrekkelig informasjon.

På bakgrunn av ovennevnte endres pkt. 2.7.3.2 som følger:

~~2.7.3.2~~ 2.7.2.2 Minimumskrav

(1) Dersom låntager har noterte obligasjonslån på Nordic ABM, eller har obligasjonslån, aksjer eller egenkapitalbevis notert på en anerkjent børs eller regulert markedsplass, skal noteringsdokumentet inneholde:

1. Sist avlagte årsregnskap, årsberetning og delårsrapport
2. Virksomhetsbeskrivelse, med mindre dette inngår i årsberetningen
3. Lånebeskrivelse etter pkt. ~~2.7.3.4~~ 2.7.2.4
4. Låneavtale dersom dette utarbeides

(2) Første ledd gjelder tilsvarende for låntager som har eksistert i minst tre år og ikke har endret selskapsstruktur, forretningskonsept eller andre vesentlige forhold for virksomheten siste tre år. ~~Dersom låntager som nevnt ikke har obligasjonslån notert på Nordic ABM eller obligasjonslån, aksjer eller egenkapitalbevis notert på en anerkjent børs eller regulert markedsplass, Da~~ skal noteringsdokumentet inneholde årsregnskap og årsberetning for de tre siste regnskapsår. Nordic ABM kan helt eller delvis gjøre unntak fra annet punktum.

(3) Dersom det er oppnevnt en tillitsmann for obligasjonslånet, jf. pkt. 2.3.3, og obligasjonslånet tas opp til notering senest fire uker etter innbetalingsdato, kan ansvarserklæringen overfor tillitsmannen erstatte erklæringen etter pkt. ~~2.7.3.1~~ 2.7.2.1 Nordic ABM kan sette krav til innholdet i slik erklæring.

4.6 Offentliggjøring av andre vesentlige forhold

I ABM-reglene pkt. 3.2.2 (1) listes det opp forhold som låntager straks skal offentliggjøre uavhengig av om det er å anse som innsideinformasjon. Et slikt forhold er utstedelse av nye lån, jf. pkt. 3.2.2 (1) nr. 2. Et tilsvarende krav følger av obligasjonsreglene for børs, men har der sin bakgrunn i rapporteringsdirektivet og verdipapirhandelloven. Bestemmelsen ble tatt inn i ABM-reglene ut fra et ønske om at informasjonsforpliktelsene skulle være så like som mulig på de to markedsplassene.

Europakommisjonen har fremmet forslag om å fjerne denne bestemmelsen i rapporteringsdirektivet, men en slik endring vil eventuelt ikke tre i kraft før i 2015.

Det er imidlertid børsens vurdering at kravet medfører en rapporteringsbyrde for utstederne som ikke står i forhold til nytteverdien for markedsaktørene. Enkelte selskaper benytter sertifikatmarkedet svært hyppig. Her vil utstedelsen av lån ha begrenset informasjonsverdi for markedet.

Låneutstedelser som utgjør innsideinformasjon må uansett offentliggjøres straks.

På bakgrunn av ovennevnte fjernes kravet i pkt. 3.2.2 (1) nr. 2.

Videre er det ønskelig å innta debitorskifte som et forhold som straks skal offentliggjøres uavhengig av om det er å anse som innsideinformasjon. Dette fordi debitorskifte er å anse som en omstendighet som vil være av interesse for markedet.

ABM-reglene pkt. 3.2.2 er vedtatt endret som følger:

3.2.2 Andre vesentlige forhold.

(1) Låntager skal straks offentliggjøre:

1. Endring i rettighetene knyttet til låntagers lån, herunder endrede vilkår eller betingelser som indirekte kan påvirke innehavernes rettsstilling, især som følge av endrede lånebetingelser eller rente.
- ~~2.~~ ~~Utstedelsen av nye lån, herunder eventuelle garantier eller sikkerheter stilt i denne forbindelse. Det skal også opplyses om lånets prioritet.~~
- ~~3~~2. Forslag og vedtak av låntagers kompetente organer om selskapsrettslige endringer slik som fusjon, fisjon, omdanning og ikke ubetydelige endringer av låntagers egenkapital.
- ~~4~~3. Salg av eller tilbud om kjøp av en vesentlig del av låntagers eiendeler eller virksomhet og resultatet av tilbudet.
- ~~5~~4. Beslutning om betalingsinnstilling, åpning av gjeldsforhandling, herunder privat gjeldsforhandling, vedtak om frivillig gjeldsordning, tvangsakkord, offentlig administrasjon eller konkurs i låntager.
- ~~6~~5. Vesentlige endringer i obligasjonslånets utestående beløp eller låntagers egenbeholdning i obligasjoner. Meldingen skal inneholde ny avdragsplan dersom endringen har betydning for denne.

- ~~76.~~ Endring av låneramme.
- ~~87.~~ Forhold av vesentlig betydning vedrørende pant, garanti og annen sikkerhet som er stillet for obligasjonene, herunder ny takst for stillet pant, samt andre forhold som er av vesentlig betydning for sikkerheten.
- ~~98.~~ Forhold av vesentlig betydning vedrørende endringer i eierstrukturen for låntageren.
- ~~109.~~ Vedtak fattet av obligasjonseiermøtet.
- ~~10.~~ Debitorskifte
- ~~114.~~ Registrert endring av låntagers foretaksnavn.
- ~~122.~~ Tilbakekjøpstilbud som sendes til obligasjonseierne samt resultatet av tilbudet.
- ~~133.~~ Endring i lovvalg og verneting for låntager.

4.7 Krav til språk

Per i dag gjelder i utgangspunktet et krav til norsk språk for norske utstedere, jf. pkt. 3.5.4. Utenlandske låntagere kan benytte engelsk, dansk eller svensk. Norske låntagere kan i særlige tilfeller beslutte å gi opplysninger på engelsk i tillegg til eller i stedet for norsk.

Språkkravet i pkt. 3.5.4 endres slik at alle låntagere kan velge om de vil benytte norsk, svensk, dansk eller engelsk.

ABM-reglene pkt. 3.5.4 er vedtatt endret som følger:

3.5.4 Krav til språk

~~Norske~~ Låntagere skal benytte norsk, engelsk, dansk eller svensk i sin kommunikasjon med markedet. ~~Utenlandske låntagere kan benytte engelsk, dansk eller svensk. Låntager kan i særlige tilfeller beslutte å gi opplysningene på engelsk i tillegg til eller i stedet for norsk. Beslutning om å endre språk skal offentliggjøres.~~

4.8 Handelspost

I ABM-reglene pkt. 2.2.3 er det krav til verdien av børspost. Tilsvarende som for obligasjonsreglene på Oslo Børs tas kravet ut av ABM-reglene.

1.4 Børssirkulære 4/2013: Endringer i avgifter ved notering av aksjer på Oslo Børs og Oslo Axess

Det vil fra 1. juli 2013 bli foretatt følgende justeringer i avgiftene for notering av aksjer og egenkapitalbevis på Oslo Børs og Oslo Axess.

1 Introduksjonsavgift ved fleksibel prosess

Som det fremgår av børssirkulære nr. 2/2013 har Oslo Børs besluttet å tilby en tredje alternativ prosess for notering, i tillegg til ordinær opptaksprosess og fast track-notering, såkalt fleksibel prosess. En fleksibel prosess vil inneholde alle elementer av en ordinær opptaksprosess, men tidspunkt for børsstyremøte vil tilpasses det enkelte prosjekt slik at frister for de enkelte elementer i noteringsprosessen beregnes utfra dette tidspunkt. Formell søknad om notering vil i en fleksibel prosess offentliggjøres 3 børsdager før børsstyrets behandling av søknaden, i motsetning til 4 uker før som er tilfelle i en ordinær opptaksprosess

En fleksibel prosess vil være mer ressurskrevende for børsen enn en ordinær opptaksprosess, og dette reflekteres i introduksjonsavgiften for utstedere som benytter seg av tilbudet. Introduksjonsavgiften for utstedere som benytter seg av tilbudet settes til to ganger introduksjonsavgift for ordinær opptaksprosess ved Oslo Børs/Oslo Axess. Avgiftens størrelse beregnes på grunnlag av utsteders markedsverdi slik som for utstedere underlagt ordinær opptaksprosess. Kr. 300.000 av avgiften vil påløpe når avtale om fleksibel prosess inngås, ytterligere kr 300.000 vil påløpe ved innsendelse av oppdatert redegjørelse og resterende vil påløpe første noteringsdag. Avgiftene som skal faktureres underveis i noteringsprosessen vil påløpe uavhengig av om noteringsprosessen fullføres eller ikke. Til dette kommer ekstra introduksjonsavgift ved eventuell notering av tildelingsretter før utstedelse ("if/when issued" eller tilsvarende) etter ordinære satser.

2 Avgift for individuelle introduksjonskurs i forbindelse med børsnotering

Det ble fra januar 2013 innført en avgift for det obligatoriske introduksjonskurset i forbindelse med børsnotering, jf pkt. 3.5 i børsens opptaksregler. Oslo Børs har besluttet å øke avgiften for individuelle introduksjonskurs til selskaper som etterspør dette til kr. 25 000 pr. kurs. Fast track selskaper vil fortsatt være unntatt fra denne avgiften.

Avgiften for deltakelse på de ordinære månedlige introduksjonskursene i forbindelse med børsnotering holdes uendret på kr. 10 000 pr selskap.

Øvrige vilkår forblir uendret.

En oppdatert prisliste vil bli offentliggjort på www.oslobors.no senest 1. juli 2013.

1.5 Børssirkulære 5/2013: Endringer i priser for førstehåndsmarkedet på Oslo Børs, Oslo Axess og Nordic ABM

Det vil fra 1. januar 2014 bli foretatt følgende justeringer i avgiftene for obligasjoner og sertifikater notert på Oslo Børs og Nordic ABM, samt for aksjer, egenkapitalbevis og tegningsretter notert på Oslo Børs og Oslo Axess.

1. Obligasjoner og sertifikater notert på Oslo Børs og Nordic ABM

Avgifter for obligasjoner

Oslo Børs har besluttet å justere den årlige kursnoteringsavgiften, inkludert minimumsavgift og maksimumsavgift pr. ISIN, samt maksimumsavgift pr låntaker pr år. I tillegg justeres registreringsavgiften for obligasjoner notert på Oslo Børs og Nordic ABM. Dette er en engangsvgift som påløper ved opptak til notering av obligasjonslån.

Som følge av dette vil nye avgifter være:

Type avgift		Notert kapital	Min. avgift (kr)	Maks. avgift (kr)
Kursnoteringsavgift	Avgift for første lån ^{a)}	Kr 56,50 pr mill kr i restgjeld (pr ISIN)	5 976	44 774
	Avgift for etterfølgende lån	Kr 38,14 pr mill kr i restgjeld (pr ISIN)	4 482	33 581
	Avgift dersom låntager har noterte aksjer/egenkapitalbevis ^{b)}	Kr 38,14 pr mill kr i restgjeld (pr ISIN)	4 482	33 581
	Maks. avgift pr låntaker pr år			434 700

a) Det lånet som til enhver tid vil være det første lånet tatt opp til notering.

b) For låntager som har aksjer eller egenkapitalbevis notert er kursnoteringsavgiften kr 38,14 pr mill kr i restgjeld for alle obligasjonslån.

Type avgift	Type lån	Avgift (kr)
Registreringsavgift for obligasjoner	Lån med særskilt standardiserte vilkår ^{a)}	3 105 pr ISIN
	Andre lån ^{b)}	5 175 pr ISIN

a) Ordinære senior bankobligasjoner, ordinære obligasjoner med fortrinnsrett, og andre særskilt standardiserte obligasjoner etter Oslo Børs' vurdering.

b) Obligasjoner av annen type enn som angitt i punkt a).

Oslo Børs har besluttet å justere den månedlige registreringsavgiften for sertifikater, samt det maksimale beløpet for hele sertifikatets løpetid.

Som følge av dette vil nye avgifter være:

Type avgift	Notert kapital	Min. (kr)	Maks. (kr)
Registreringsavgift for sertifikater	Pr. mnd. (maks. pr. lån)	564	5 640

Avgift for endring av selskapsnavn og/eller ticker

Oslo Børs har besluttet å innføre en ny avgift for endring av låntagers navn og/eller ticker på låntagers obligasjonslån.

Som følge av dette vil nye avgifter være:

Type avgift		Avgift (kr)
Avgift for endring av selskapsnavn	Pr låntager	5 000
Avgift for endring av ticker-kode	Pr ISIN	5 000
	Maks avgift pr låntager ^{a)}	15 000

a) Hvis låntager har andre instrumenter notert på Oslo Børs' markedsplasser, vil det påløpe en maks. avgift på kr 20 000.

2. Aksjer, egenkapitalbevis og tegningsretter m.m. notert på Oslo Børs og Oslo Axess

Introduksjonsavgift for aksjer og egenkapitalbevis

Etter justering vil nye avgifter være:

Introduksjonsavgift	Verdipapir	Notert kapital	Fast avgift (kr)	Maks. avgift (kr)
Oslo Børs (ordinær prosess)	Aksjer/ egenkapitalbevis	Kr 511,70 pr mill kr i markedsverdi	479 723	991 427
Oslo Axess (ordinær prosess)	Aksjer	Kr 511,70 pr mill kr i markedsverdi	426 938	938 124

For fleksible noteringsprosesser vil introduksjonsavgiften utgjøre to ganger introduksjonsavgift ved ordinær prosess, ref. ovenfor.

Fakturering av introduksjonsavgift ved innledende møte endres til kr 155 250 for ordinær prosess og kr. 310 500 ved fleksibel prosess. Tilsvarende beløp faktureres ved søknad om børsnotering/oppdatert redegjørelse, uavhengig om børsnoteringsprosessen fullføres eller ikke. Disse beløpene går til fradrag i introduksjonsavgiften ved en eventuell notering.

For fast track-noteringsprosesser opprettholdes dagens introduksjonsavgift på kr. 2 790 000.

Ekstra introduksjonsavgift som påløper ved notering av aksjer knyttet til "tildelingsretter før utstedelse" iht. pkt. 2.5.2 i opptaksreglene (såkalte "if issued", "if delivered" og tilsvarende), endres til kr 310 500, hvorav halvparten faktureres ved innledende møte, og halvparten ved notering.

Avgift for behandling av søknad om fristutsettelse for første noteringsdag endres til kr 26 650.

Avgift som påløper ved fusjon, fisjon og andre vesentlige endringer i henhold til løpende forpliktelser pkt. 12.1 (3), jfr. pkt. 12.2 og pkt. 12.3, der Oslo Børs pålegger selskapet å sende inn et dokument som innholdsmessig tilfredsstiller kravene til søknad om notering (jfr. pkt. 3.4 i børsens opptaksregler), endres til kr 228 114.

Avgiften for det obligatoriske introduksjonskurset i forbindelse med børsnotering holdes uendret.

Oslo Børs har tidligere ved noen anledninger tilbudt utenlandske selskaper «on-site» notering, som innebærer at det innledende møte samt introduksjonskurset avholdes hos selskapet. Børsen har nå besluttet å formalisere dette tilbudet. For selskaper som ønsker å benytte dette tilbudet vil det påløpe en ekstraavgift etter nærmere avtale, samt kostnadsdekning.

Årlig kursnoteringsavgift, overføringsavgift og avgift for dokumentkontroll m.m.

Årlig kursnoteringsavgift fastsettes til kr 69,30 pr million kr i markedsverdi for selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess. Minimums- og maksimumsavgiften settes til hhv. kr 149 247 og kr 1 140 674.

Overføringsavgiften for Oslo Axess selskaper som søker notering på Oslo Børs endres til kr 228 114, hvorav halvparten påløper ved søknad og resten ved notering.

Ved fisjon, samt ved fusjon eller andre vesentlige endringer i henhold til løpende forpliktelser pkt. 12.1 (3), jfr. pkt. 12.2 og pkt. 12.3 påløper det en avgift for børsens kontroll av selskapets redegjørelse for fortsatt notering. For redegjørelse for fortsatt notering vil avgiftene endres til:

- Kr 15 000 for ordinære redegjørelser.
- Kr 54 855 for redegjørelser som omfatter domisilskifte.
- Kr 109 814 for redegjørelser som omfatter vesentlige restruktureringer som scheme of arrangements og tilsvarende.

For tegningsretter justeres kursnoteringsavgiften til kr. 26 000.

Det innføres en ny avgift ved endring av selskapsnavn og/eller ticker. For aksjeutstedere settes avgiften til kr 15 000. For utsteder som har flere instrumenter notert på Oslo Børs' markedsplasser settes maks avgiften til kr 20 000.

Det innføres også en ny avgift på kr 10 000 i forbindelse med søknader om dispensasjon fra børsens løpende forpliktelser, som dispensasjon fra krav om utvidet melding og/eller informasjonsdokument. Samme avgift vil påløpe i forbindelse med søknader om forlenget frist for offentliggjøring av utvidet melding og/eller informasjonsdokument.

Avgift for kontroll av informasjonsdokument endres til kr. 60 000. For kontroll av tilbud og tilbudsdokumenter endres kontrollavgiften til kr 181 125 pr tilbud, pluss kr 62,10 pr mill kr i markedsverdi (for de aksjene som omfattes av tilbudet), tilsammen maksimalt kr 310 500. Behandling av søknad om reduksjon av garanti endres til kr 20 700 for hver søknad.

For kontroll av tilbud og tilbudsdokumenter som er gjenstand for delt lovvalg (jf.vphl og takeover-direktivet), tilfeller der tilbudet/tilbudsdokumentet skal kontrolleres av tilbudsmyndighet i annet land og/eller tilbud med oppgjør i annet enn pengevederlag, vil det påløpe en ekstraavgift på kr 51 750 for børsens kontroll. Endring av tilbud skal godkjennes av Oslo Børs som tilbudsmyndighet. Kontrollavgift på kr 20 700 vil påløpe pr endring.

Det presiseres at avgiften påløper når dokumentet er sendt inn for kontroll.

Etter justeringene vil nye avgifter være som følger:

Type avgift	Verdipapir	Notert kapital	Min. avgift (kr)	Maks. avgift (kr)
Kursnoteringsavgift (årlig avgift)	Aksjer/egenkapitalbevis	Kr 69,30 pr mill kr i markedsverdi	149 247	1 140 674
	Tegningsretter	-	26 000	26 000
Kontrollavgift (avgift pr dokument)	Informasjonsdokument	-	60 000	60 000
	Redegjørelse for fortsatt notering	-	15 000	109 814
	Tilbud og tilbudsdokumenter	Kr 62,10 pr mill kr i markedsverdi	181 125	310 500
	Ekstraavgift ved tilbud med delt lovvalg mm	-	51 750	51 750
	Ekstraavgift ved endring av tilbud	-	20 700	20 700
Øvrige avgifter	Endring av selskapsnavn og/eller ticker		15 000	20 000
	Søknader om dispensasjon fra børsens løpende forpliktelser	-	10 000	10 000

Registreringsavgift for aksjer og tegningsretter

For gjennomførte aksjeemisjoner med emisjonsproveny på inntil kr. 25 mill holdes registreringsavgiften uendret. For øvrige emisjoner etter notering holdes avgiftssatsen på 1 promille (0,1 %) av provenyet uendret. Maksimal registreringsavgift justeres til kr 298 494.

For tegningsretter økes registreringsavgiften til kr 14 000.

Avgifter børshandlede fond (ETF'er)

Introduksjonsavgiften og den årlige noteringsavgiften for ETF-er holdes uendret.

Øvrige avgifter forblir uendret.

En oppdatert prisliste vil bli offentliggjort på www.oslobors.no senest 1. januar 2014.

2 OPPTAK TIL BØRSNOTERING

2.1 Nye selskaper i 2013

Selskaper som har søkt om notering og er vedtatt tatt opp i 2013:

Navn	Dato for vedtak i styremøte i Oslo Børs	Første noteringsdag
OSLO BØRS		
Asetek AS	27.02.2013	20.03.2013
Ocean Yield ASA	20.06.2013 (ekstraordinært styremøte)	05.07.2013
Odfjell Drilling Ltd	25.09.2013	27.09.2013
REC Solar ASA	25.09.2013	25.10.2013
Western Bulk ASA	15.10.2013 (ekstraordinært styremøte)	25.10.2013
BW LPG Limited	14.11.2013 (ekstraordinært styremøte)	21.11.2013
Napatech A/S	20.11.2013	06.12.2013
Atlantic Petroleum P/F	04.12.2013 (ekstraordinært styremøte)	12.12.2013
OSLO AXESS		
EAM Solar ASA	20.03.2013	26.03.2013
Serodus ASA	20.03.2013	09.04.2013
MultiClient Geophysical ASA	20.03.2013	02.05.2013
Link Mobility Group ASA	20.11.2013	12.12.2013

2.2 Opptakspraksis

2.2.1 Vurdering av egnethet for notering som følge av enkelte bestemmelser i managementavtale vedr. terminering, honorering og valg av styremedlemmer - EAM Solar ASA (11.03.2013)

Nedenfor er inntatt utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret om søknad fra EAM Solar ASA om notering på Oslo Axess, samt vedtak om notering fattet av børsstyret. Saken gjelder et tilfelle der til managementselskapet som skulle utføre ledelsesfunksjonene for selskapet hadde rett til å utpeke to styremedlemmer og andre vidtgående rettigheter i forhold til varighet av og honorering etter managementavtalen. Børsstyret besluttet på denne bakgrunn at selskapets styre måtte suppleres med minimum ytterligere ett uavhengig styremedlem innen en fastsatt dato.

Fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 11.03.2013:

Denne saken har to spesielle forhold knyttet til managementselskapet som gjelder rett for managementselskapet til å utpeke to styremedlemmer og det faktum managementavtalen i praksis er uoppsigelig i 10 år. Disse to forholdene er redegjort nærmere for nedenfor blant annet i forhold til det generelle vilkåret i opptaksreglene om egnethet.

Nærmere om managementavtalen bestemmelser om oppsigelighet og termineringsbeløp:

Managementavtalen innebærer blant annet følgende:

- Avtalen er i prinsippet uoppsigelig i 10 år med mindre selskapet overtas av en ny eier som eier mer enn 90 % eller SPM misligholder sine forpliktelser etter avtalen og misligholdet ikke blir rettet på innen 30 kalenderdager.
- Dersom selskapet blir kjøpt opp av ny eier som eier mer enn 90 % vil avtalen kunne sies opp av SPM med 12 måneders varsel og samtidig trigge termineringsbeløp som nevnt nedenfor.
- Etter 10 år kan avtalen sies opp med 12 måneders varsel.
- Managementselskapet har rett til en årlig royalty på 12,5 % av årsresultat før skatt. Ved oppsigelse av avtalen vil SPM ha rett på et termineringsbeløp som tilsvarer fem ganger gjennomsnittet av siste to års royalty.

Børsen har i løpet av noteringsprosessen bedt om at det utarbeides en uavhengig vurdering av management avtalens bestemmelser vedrørende oppsigelighet. Børsen ba også om dette i 2012, men prosessen stoppet da opp før en slik uavhengig vurdering ble gjennomført.

BA-HR som også har utført juridisk due dilligence oversendte børsen 12. februar 2013 hvor de har gjennomgått hvorvidt oppsigelsesbetingelsene synes rimelig og inngått på arm lengdes vilkår.

I redegjørelsen fra Advokatfirmaet BA-HR fremgår blant annet følgende knyttet til management avtalens varighet:

«In our view, the long fixed duration of the Management Agreement and fairly substantial termination fee is acceptable when taking into consideration that the Company may terminate the Management Agreement in the event the Manager defaults on its obligations towards the Company and fails to remedy such default within thirty calendar days. This entails that the substantial term presupposes that the Manager acts in the interests of the Company for the whole period; i.e. the Manager will only be entitled to remuneration which relates to a term where the Manager has fulfilled its obligations under the Management Agreement and (presumably) contributed to create value for the Company.»

Børsen ga likevel 27. februar følgende tilbakemelding til selskapet:

«(..)

«Administrasjonens vurdering er at en i prinsippet uoppsigelig avtale i 10 år der selskapet skal betale 12,5 % av årsresultatet før skatt i royalty fremstår som svært lang løpetid for en avtale som har stor betydning for selskapet. Avtalens bestemmelser om oppsigelighet har derfor vært vurdert i forhold til om aksjene er egnet for notering etter opptaksreglene punkt 2.1.1.

Administrasjonen foreløpige vurdering er at vi vil innstille positivt i forhold til egnethet for notering, men med en forutsetning i vedtaket om at selskapet synliggjør managementavtalens bestemmelser omkring oppsigelse og termineringsbeløp i en egen børsmelding før opptak til notering. Vi tar forbehold om at børsen styre kan ha synspunkter på selskapets egnethet for notering på bakgrunn av managementavtalens innhold.

(..)»

EAM Solar ga 4. mars tilbakemelding om at selskapet ikke hadde noen innvendinger mot å beskrive management-avtalen i en børsmelding, men at de ønsket å gjøre dette i forbindelse med generalforsamling 7. mars 2013, og sendte børsen vedlagt et utkast til melding som da var tenkt offentliggjort. Børsen ga 5. mars 2013 følgende tilbakemelding til selskapet på dette:

«Dette vil etter administrasjonens oppfatning være tilfredsstillende i forhold til det som er angitt nedenfor i forhold til managementavtalen. Det presiseres imidlertid at det er børsstyret som fatter vedtak slik at de kan ha synspunkter i opptakssaken».

Selskapet offentliggjorde 7. mars 2013 en børsmelding med informasjon om managementavtalen.

Nærmere om managementsselskapets rett til å foreslå styremedlemmer

I henhold til selskapets vedtekter ved søknadstidspunktet skulle styret bestå av tre til fem medlemmer, hvorav to medlemmer skulle utpekes av SPM. I noteringsprosessen som ble påbegynt i 2011 ga børsen 30.mai 2012 følgende tilbakemelding knyttet til denne vedtektsbestemmelsen som ga SPM rett til å utpeke to styremedlemmer:

“Vi viser til EAM Solar ASAs søknad om notering på Oslo Axess datert 14. mai 2012. Selskapets søknad har nå vært behandlet av administrasjonen ved Oslo Børs. Administrasjonen vil ikke anbefale at søknaden fremmes for børsens styre med foreliggende vedtektsbestemmelse som gir EAM Solar Park Partners AS rett til å utpeke styremedlemmer. Dette er basert på en egnethetsbetraktning etter opptaksreglene punkt 2.1.1. Før en noteringsprosess videreføres anmodes det om at vedtektene endres på dette punktet.”

Ved ekstra ordinær generalforsamling avholdt 7. mars 2013 endret selskapet vedtektene slik at EAM Solar i stedet får rett til å foreslå to styremedlemmer. Vedtektene ble også endret slik at styret skal bestå av tre til syv medlemmer. Av nye vedtekter § 10 femte ledd vedtatt 7. mars 2013 fremgår følgende:

“Valgkomiteen skal ha følgende oppgaver:

Å avgi innstilling til generalforsamlingen om valg av aksjonærvalgte styremedlemmer, dog slik at EAM Solar Park Management AS skal ha rett til å avgi innstilling om valg av to aksjonærvalgte styremedlemmer.»

Denne spesielle vedtektsbestemmelsen har også vært vurdert opp mot opptaksreglene: Opptaksreglene regulerer ikke styrevalg spesifikt. Opptaksreglene har generelle krav til styrets uavhengighet, se ovenfor under pkt. 1.3.2.4 som her anses oppfylt.

Selskapet skal etter opptaksreglene i noteringssøknaden bekrefte at de følger Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse og forklare eventuelle avvik. I anbefalingens kapittel 7 om valgkomite står det følgende: “Valgkomiteen foreslår kandidater til selskapets styre. Selskapets begrunner i e-post av 6.mars 2013 avviket på følgende måte:

“Styret i EAM Solar anser at det er en fordel at representanter for SPM (management-selskapet) inngår i styret – som et mindretall - for å sikre en best mulig operativ dialog mellom styret og management-selskapet. Styret anser på denne bakgrunn at SPM bør ha en forslagsrett på to styremedlemmer.

Styret anser at det er aksjonærene som bør avgjøre om SPM skal være representert i styret. Dette er ivarettatt ved at det er aksjonærene som gjennom generalforsamlingen velger samtlige styremedlemmer; aksjonærene vil ikke på noen måte være bundet av SPMs eventuelle forslag. Aksjonærene står dessuten fritt til når som helst å endre vedtektene slik at forslagsretten til SPM bortfaller. Styret anser derfor at SPMs forslagsrett ikke utgjør et inngrep i aksjonærenes styringsrett.

Styret anser at forslagsretten vil gi SPM en ryddig og transparent måte å presentere et forslag til styrekandidater, i og med at eventuelle kandidater foreslått av SPM vil fremstå klart som nettopp dette. Dersom SPM ikke hadde slik forslagsrett ville alternativet ha vært at SPM kunne foreslå kandidater overfor valgkomiteen. Dette ville være en vesentlig mindre transparent prosess, hvor aksjonærene ikke ville få samme mulighet til å ta et klart standpunkt til om de ønsker representasjon fra SPM i styret. ”

I tillegg har opptaksreglene mer generell bestemmelse om at selskapet skal være egnet for notering. Dette er nærmere drøftet nedenfor.

Nærmere om managementavtalens og vedtektenes betydning for selskapets egnethet for notering:

Managementavtalens lange løpetid/”uoppsigelighet” og forholdene mht managementsselskapets rett til å foreslå styremedlemmer, er ikke i strid med spesifikke opptaksvilkår i opptaksreglene. I den grad dette ikke aksepteres av børsen må det begrunnes utfra en egnethetsvurdering i opptaksreglene punkt 2.1.1. Egnethetsvurderingen spiller i dag en begrenset rolle som selvstendig skjønnskriterium for opptak til børsnotering ved siden av de særskilte opptaksvilkår.

Managementavtalens løpetid/”uoppsigelighet” kan slik den er utformet virke som en ”poison pill” ved oppkjøp. Managementavtalens ”uoppsigelighet” synes imidlertid likevel å være et informasjonsforhold som må opplyses om, snarere enn noe som gjør selskapet uegnet for notering. Selskapet har på bakgrunn av børsens tilbakemeldinger i prosessen allerede valgt å offentliggjøre informasjon om dette i børsens meldingssystem 7. mars 2013 som nevnt ovenfor.

Børsen mener at avviket fra Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse vedrørende SPM rett til å foreslå to styremedlemmer er uheldig, men anser likevel ikke at en slik vedtektsbestemmelse vil være til hinder for at selskapet anses egnet for notering. Det er i denne vurderingen lagt vekt på at avviket fra Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse vil innebære at selskapet i årlige fremtidige redegjørelser for eierstyring og selskapsledelse må synliggjøre avviket fra anbefalingen og begrunne SPMs rett til å avgi innstilling om valg av to aksjonærvalgte styremedlemmer. Det er også lagt vekt på at selskapet ved opptak vil ha et uavhengig styre etter børsreglene.

Børsstyrets vedtak om notering av EAM SOLAR ASA datert 20.03.2013:

Børsstyret vedtok å ta aksjene i EAM Solar ASA opp til notering på Oslo Axess.

Ut fra en egnethetsvurdering etter Axessreglenes Opptaksvilkår pkt. 2.1.1 forutsettes det at selskapet innen 15. mai 2013 supplerer selskapets styre med minimum ett uavhengig styremedlem, slik at styret blir bestående av minimum fire medlemmer. Bakgrunnen for dette er den sterke tilknytningen EAM Solar ASA har til managementsselskapet EAM Solar Park Management AS. Dette som følge av managementavtalens lange varighet og termineringsklausuler, samt selskapets vedtektsbestemmelser som gir managementsselskapet rett til å foreslå to styremedlemmer.

Det forutsettes videre at selskapet før første noteringsdag oppfyller kravet til antall aksjeeiere slik det fremgår av og Axessreglenes Opptaksvilkår pkt. 2.4.2.

Børsdirektøren gis fullmakt til å fastsette første noteringsdag, senest 3. mai 2013.

2.2.2 If issued-listing og force majeure (e-post av 06.09.2013)

Jeg viser til telefonsamtale i går vedrørende force majeure-forbehold og bruk av begrepet «inadvisable».

Vårt standpunkt har vært, og er, at if issued/if sold-noteringer skal tillates så fremt vi finner at en slik notering vil være i investorenes interesse og forutsatt at risikoen knyttet til gjennomføringen er svært liten, jf. også våre opptaksregler pkt. 2.5.2 . Vi aksepterer ordinære force majeure-forbehold, men har i vår praksis vært opptatt av at denne skal utformes snevert og uten utstrakt bruk av skjønnsmessige elementer. Vi ser imidlertid at det kan argumenteres for at en termineringsadgang ved inntreden av de beskrevne force majeure-hendelser som forutsetter at det er «umulig» å gjennomføre tilbudet, kan anses *for* snever, i den forstand at det kan oppstå situasjoner hvor denne begrensningen kan få negative konsekvenser for investorene som har tegnet seg i IPOen. Dette kan for eksempel bli tilfelle ved et krakk i markedet som følge av en beskrevet force-majeure hendelse, uten at dette samtidig medfører at det er umulig å gjennomføre IPOen. Samtidig kan investorer som har handlet aksjene i perioden potensielt gå glipp av en gevinst som følge av terminering. Erfaringsvis vil stabiliseringsøvelser bidra til liten kursvariasjon i den aktuelle perioden, men likevel ikke slik at man uten videre kan se bort i fra denne gruppen investorer og hensynet til disse. Når det gjelder de tekniske konsekvensene av terminering, skal VPS ha prosedyrer for dette slik at alle handler gjennomført i perioden faller og evt. betaling reverseres.

Vi har etter en helhetsvurdering kommet frem til at vi kan akseptere en adgang til å terminere kjøpsavtalen som går utover forutsetningen om at en force-majeure-hendelse skal medføre at det er «umulig» å gjennomføre IPOen. Bakgrunnen for dette er at vi anser det hensiktsmessig at tilretteleggerne har en mulighet til å ta i betraktning investorenes interesser i vurderingen av om IPOen skal gjennomføres ved inntreden av en slik hendelse. Det er imidlertid en klar forutsetning for oss at risikoen knyttet til gjennomføringen forblir svært liten. I lys av dette anser vi formuleringen «inadvisable» som noe vag og i overkant skjønnsmessig slik den nå foreslås benyttet. Vi ser for oss at dette for eksempel kan avhjelpes ved at begrepet knyttes sammen med en nærmere angivelse av hvilke interesser en slik vurdering skal bygge på, f.eks. «inadvisable» ut fra hensynet til markedet el.

Vi ser frem til å motta et revidert utkast til force majeure-klausul som hensyntar ovennevnte, og med forslag til formulering for vår gjennomgang.

Med bakgrunn i ovennevnte korrespondanse godtok Oslo Børs følgende forbehold i forbindelse med if issued –noteringen av Odfjell Drilling Ltd. og tilsvarende i if issued-noteringen av BW LPG Ltd:

“The Managers have the right to terminate the Purchase Agreement prior to 18:00 CET on 1 October 2013, on basis of force majeure if any of the following events occurs:

- (i) a suspension or material limitation in trading in securities generally on the Oslo Stock Exchange, the New York Stock Exchange or the London Stock Exchange;
- (ii) a general moratorium on commercial banking activities declared by the federal, state or local regulatory authorities of Norway, the United States, the United Kingdom or any other member state of the European Union or a material disruption in commercial banking or securities settlement or clearance services in Bermuda, Norway, the United States, the United Kingdom, or any other member state of the European Union;
- (iii) an outbreak or escalation of hostilities or acts of terrorism involving Bermuda, Norway, the United States, the United Kingdom, or any other member state of the European Union or a declaration by Bermuda, Norway, the United States, the United Kingdom, or any other member state of the European Union of a national emergency or war; or
- (iv) any other calamity or crisis or any material adverse change in financial, political or economic conditions in Bermuda, Norway, the United States, the United Kingdom, or any other member state of the European Union,

if the effect of any such event specified in clauses (i) through (iv) above makes it impossible or inadvisable, in the judgment of the Joint Bookrunners acting in good faith, taking into account general market conditions as a result of such events and the interests of investors in the Shares, to proceed with the Offering or the delivery of the Offer Shares on the terms and in the manner contemplated in the Prospectus.

Further, the Purchase Agreement may be terminated prior to 18:00 CET on 1 October 2013, upon a default by a Manager or Managers to purchase the number of Offer Shares it agreed to purchase under the Purchase Agreement and the number of such shares exceeds 10% of the total number of Offer Shares the Managers are obligated to purchase under the Purchase Agreement.”

2.2.3 If issued-listing og legal opinion i forbindelse med notering (e-post av 24.10.2013)

Takk for oversendelse av notat og utkast til legal opinions.

Det følger som kjent av våre opptaksregler pkt. 9 (2) nr. 5 at det skal fremlegges en legal opinion på at aksjene er «*gyldig og lovlig utstedt, fullt innbetalt og korrekt registrert i relevante registre e.l.*». Slik opinion må i dette tilfellet foreligge senest T+3 om morgenen før handelen starter. Utkastet til opinion som skal mottas om morgenen T+3 som dere har forelagt oss, oppfyller ikke kravet relatert til «fullt innbetalt». Tvert i mot forutsettes det at selskapet vil motta vederlag for aksjene ved utstedelse (assumption (f)). Det fremstår da som det er en forutsetning for at aksjene skal være gyldig og lovlig utstedt at innskuddsbeløpet innbetales. En slik opinion er ikke tilfredsstillende for oss.

Slik vi oppfatter dette er ikke den største utfordringen her i hvilken utstrekning Conyers kan gi opinion på et faktisk forhold (Conyers og andre gir stadig opinions til oss på at aksjer er utstedt som fullt innbetalt i andre saker), men den omstendighet at aksjene om morgenen T+3 bare er delvis innbetalt, og at det resterende beløpet er garantert innbetalt av tilretteleggerne som beskrevet i purchase agreement.

I utgangspunktet skulle en streng ordlydsfortolkning av formuleringen «fullt innbetalt» oppstille et krav om at det forelå en forhåndsinnbetaling av hele innskuddsbeløpet i forbindelse med utstedelse. Vi kan imidlertid akseptere at begrepet «fullt innbetalt» kan forstås som «garantert fullt innbetalt», så fremt dette er tilstrekkelig for at aksjer skal være gyldig og lovlig utstedt, fullt innbetalt og gi aksjonærrettigheter i henhold til Bermuda-lovgivning. Det vi da trenger er nettopp en opinion på at aksjene er gyldig og lovlig utstedt og utstedt som fullt innbetalt i henhold til Bermuda-lovgivning som følge av at det foreligger en avtale som innebærer en ubetinget betalingsforpliktelse for tilretteleggerne.

Da det fortsatt er noe uklart for oss hvilke krav som stilles for at aksjer skal være gyldig og lovlig utstedt, fullt innbetalt og gi aksjonærrettigheter i henhold til Bermuda-lovgivning, ber vi om en skriftlig redegjørelse for dette, slik at vi deretter kan ta stilling til innholdet i den opinionen som skal avgis. Vi ber om dette innen utløpet av mandag førstkommende.

Det holder for øvrig at vi får én opinion som avgis før handelen starter om morgenen T+3.

2.2.4 Vedr. kompetansekrav for styremedlemmer (e-post av 20.09.2013)

Som beskrevet i børssirkulære nr 2/2013 (se link: <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer/2-2013-Endringer-i-boersens-regler-for-utstedere-av-aksjer-og-egenkapitalbevis>) i forbindelse med innføringen av det nye kompetansekravet for styremedlemmer legger børsen til grunn at det er rimelig å forvente at samtlige styremedlemmer i noterte selskaper har en overordnet forståelse av relevante lover og regler. Børsen antar dessuten at det ikke er særlig byrdefullt å opparbeide en slik grunnleggende kompetanse om relevante lover og regler gjennom

deltakelse på et egnet seminar, kurs eller på annen måte. Kompetansekravet gjelder både ved opptak til notering og som en løpende forpliktelse.

Børsen legger i utgangspunktet til grunn at personene som i dag er valgt som styremedlemmer i de noterte selskapene har opparbeidet seg grunnleggende kompetanse om børsens regelverk. De senere årene er det imidlertid gjort betydelige endringer i lovgivningen, bl.a. som følge av implementeringen av EU-direktiver. Også fremover vil det være endringer i regelverket for noterte selskaper på grunn av reviderte direktiver m.m., som kan tilsi et behov for oppdatert kompetanse. For nyvalgte styremedlemmer uten tidligere erfaring fra styreverv i noterte selskaper vil det kunne være et gap mellom faktisk og påkrevd kompetanse.

Etter børsens vurdering vil det ikke være tilstrekkelig for oppfyllelse av kompetansekravet at styremedlemmene får tilsendt en presentasjon av gjeldende regler. Vi legger videre til grunn at erfaring fra ansettelse eller eierskap i børsnoterte selskaper i seg selv ikke nødvendigvis sikrer tilstrekkelig kompetanse om regelverket for å oppfylle børsens krav. Vi anmoder følgelig om at det for de personer som på det nåværende tidspunkt ikke har tilfredsstillende kompetanse om reglene som gjelder for selskaper notert på Oslo Børs innen rimelig tid legges opp til deltakelse på et relevant kurs eller seminartilbud.

2.2.5 Vedr. kompetansekrav for styremedlemmer – erfaring fra selskaper notert på andre børser (e-post av 27.09.2013)

I forbindelse med børsens innføring av det nye kompetansekravet for styremedlemmer beskrevet i børs sirkulære nr. 2/2013, (se link: <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer/2-2013-Endringer-i-boersens-regler-for-utstedere-av-aksjer-og-egenkapitalbevis>) legger børsen til grunn at det er rimelig å forvente at samtlige styremedlemmer i noterte selskaper har en overordnet forståelse av relevante lover og regler som gjelder for selskaper notert på Oslo Børs/Oslo Axess. Børsen antar at det ikke er særlig byrdefullt å opparbeide en slik grunnleggende kompetanse om relevante lover og regler gjennom deltakelse på et egnet seminar, kurs eller på annen måte. Kompetansekravet gjelder både ved opptak til notering og som en løpende forpliktelse.

Børsen legger i utgangspunktet til grunn at personene som i dag er valgt som styremedlemmer i de noterte selskapene har opparbeidet seg grunnleggende kompetanse om børsens regelverk. De senere årene er det imidlertid gjort betydelige endringer i lovgivningen, bl.a. som følge av implementeringen av EU-direktiver. Også fremover vil det være endringer i regelverket for noterte selskaper på grunn av reviderte direktiver m.m., som kan tilsi et behov for oppdatert kompetanse. For nyvalgte styremedlemmer uten tidligere erfaring fra styreverv i noterte selskaper vil det kunne være et gap mellom faktisk og påkrevd kompetanse.

Etter børsens vurdering vil det ikke være tilstrekkelig for oppfyllelse av kompetansekravet at styremedlemmene har erfaring fra noterte selskaper på andre børser. Vi anmoder følgelig om at styremedlemmene som utfra ovennevnte ikke har tilfredsstillende kompetanse om reglene som gjelder for selskaper notert på Oslo Børs/Oslo Axess innen rimelig tid deltar på et relevant kurs eller seminartilbud. Vi ber om en tilbakemelding mht. tidsplan for gjennomføring av dette.

2.2.6 Link Mobility Group ASA – Feil i tidligere års N-GAAP-regnskaper og regnskapskompetanse (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 12.11.2013)

Utdrag fra styreinnstillingen av 12.11.2013 vedrørende selskapet søknad om opptak til notering på Oslo Axess:

Ved gjennomføring av finansiell due diligence gjennomført at RSM Hasner Kjelstrup & Wiggen ble det blant annet stilt spørsmål ved følgende forhold som børsen har bedt selskapet om å redegjøre nærmere for:

- 1) Riktigheten av inntektsføringsprinsipp for betalingstjenester i selskapets historiske N-GAAP regnskaper, hvor inntekter og kostnader knyttet til betalingstjenester har vært bruttoført.
- 2) Hvorvidt innregnings tidspunkt for inntekter og kostnader knyttet til oppkjøp av Aspiro Mobile Solutions AS, Aspiro Mobile Solutions AB og Aspiro Latvia SIA i årsregnskapet for 2011 var riktig.
- 3) Om estimatendring vedrørende utsatt skattefordel på MNOK 6,5 ført direkte mot egenkapital i 2012 i selskapets N-GAAP regnskap var riktig

Nærmere om riktigheten av inntektsføringsprinsipp for betalingstjenester:

Selskapet og selskapets revisor har bekreftet at de har blitt klar over at inntektsføringsprinsippene ved bruttoføring av inntekter og kostnader knyttet til betalingstjenester ikke er korrekt og har gitt følgende redegjørelse:

«Revenue and cost of sales has been recorded based on the cash flows that went through the company, but some of these cash flows have to be considered as customer turnover.

As a result, reported income and the cost of sales have been too high. Gross profit in NOK is not affected. Due to lack of information, the effects on figures for 2011 have been estimated based on figures for 2012. For the group, the effect is as follows based on Norwegian GAAP:

	2012	2011
Revenue reduced by	NOK 104,944,469	NOK 37,157,664
Cost of sales reduced by	NOK 104,944,469	NOK 37,157,664”

Børsen har fått opplyst at feilene er rettet opp i IFRS-regnskapet for 2012 og prinsippet er bokføringsmessig endret fra og med 2013. Dette vil ikke påvirke regnskapene fremover som følge av overgangen til IFRS.

Nærmere om betydning av innregningstidspunkt ved oppkjøp av Aspiro selskapene:

Selskapet har bekreftet at oppkjøpet av Aspiro selskapene ble innregnet i konsernregnskapet fra 1.1. 2011, mens de skulle vært innregnet fra når oppkjøpet fant sted som var 14. oktober 2011. Det forelå ikke noe regnskap / balanse for disse selskapene på overtagelsestidspunktet slik at det var umulig å få en korrekt avgrensning i følge selskapet. Dersom man legger til grunn at resultatet fordeler seg likt per måned over året ville konsernregnskapet vist lavere beløp på inntekter med MNOK 115 og vesentlig lavere kostnader på flere regnskapslinjer. Netto ville imidlertid merverdien ved oppkjøpet ville vært tilsvarende endret og tillagt goodwill dersom man hadde benyttet 14. oktober 2011 som innregningstidspunkt for regnskapspostene. Goodwill ble nedskrevet til null ved årsskiftet i 2011. På bakgrunn av dette ville således årsresultatet for konsernet i 2011 og balanseverdiene per 31. desember 2011 ikke blitt endret i følge selskapet. Dette medfører også at inngående balanse for 2012, og dermed videre rapporteringer, ikke blir påvirket av dette.

Nærmere om bokført estimatendring i utsatt skattefordel:

Selskapet bokførte i N-GAAP regnskapet for 2012 en estimatendring vedrørende utsatt skattefordel på MNOK 6,5 direkte mot egenkapital. Dette beløpet skulle i stedet vært ført over resultatregnskapet og redusert posten skatter med MNOK 6,5.

Oppsummering av feil i regnskaper og betydningen av disse:

Selskapets inntekter i N-GAAP regnskapet for 2012 var MNOK 249 og tilsvarende tall i N-GAAP regnskapet for 2011 var MNOK 241. Disse inntektene har vært vesentlig overrapportert som følge av feil inntektsføringsprinsipp i historiske årsregnskaper. Varekost i selskapet har vært tilsvarende for høyt rapportert. Feil regnskapsprinsipp har derfor ikke påvirket selve resultatet i selskapet.

Inntektene i 2011 var også vesentlig feil som følge av regnskapsført feil innregningstidspunkt knyttet til oppkjøpet av Aspiro selskapene. Regnskapspostene ble innregnet fra 1.1.2011 men skulle vært innregnet fra 14. oktober 2011. Feil innregningstidspunkt har ikke hatt resultat effekt etter det børsen har fått opplyst da merverdiene ved oppkjøpet ved årsslutt ble nedskrevet til null.

I tillegg har også estimatendring i utsatt skattefordel vært ført direkte mot egenkapital og ikke over resultatregnskapet i N-GAAP regnskapet for 2012

Selskapet har utarbeidet IFRS regnskaper for førstehalvår 2013 med sammenligningstall for 2012 hvor forholdene er rettet. Selskapet har opplyst at informasjon om feilene i 2012 og 2011 N-GAAP tallene vil inntas i prospektet som skal offentliggjøres i forbindelse med børsintroduksjonen og legger opp til å gi detaljerte opplysninger om dette. Selskapet har også redegjort for at de har tilstrekkelig kompetanse til å rapportere fremover i en kombinasjon av bruk av egne ressurser samt ved å leie inn noe kompetanse fra Aprimo, se pkt. 1.2.2.3

(...)

På bakgrunn av forhold som fremkom i due diligence har børsen stilt følgende tilleggsspørsmål:

Vi ber om at det redegjøres for om selskapet per i dag selv mener at man besitter tilstrekkelig IFRS kompetanse i forbindelse med rapporteringen fremover. Under due diligence gjennomgangen forstod vi det som selskapet planla å leie konsulenter for å bistå selskapet på dette området.

I svar fra selskapet av 1.11.2013 fremgår følgende.

«Selskapet har valgt å engasjere Aprimo Rådgivning AS som skal bistå selskapet fremover med utarbeidelse av regnskaper og delårsregnskaper i henhold til IFRS/IAS 34. De relevante personene hos Aprimo Rådgivning AS som skal bistå selskapet med dette besitter tilstrekkelig IFRS kompetanse som dermed gir selskapet tilgang på den nødvendige IFRS kompetansen i forbindelse med rapportering fremover:

Geir Dahlen – Geir Dahlen har vært partner i KPMG.

Tor Hernæs – Tor Hernæs har vært partner i PwC.

Thorstein Wines – Thorstein Wines har 11 års erfaring og har hatt flere oppdrag som blant annet regnskapssjef, økonomisjef og CFO for selskaper som rapporterer etter IFRS. Han har 5,5 års erfaring fra Deloitte.

Morten K. Dragseth – Morten K. Dragseth har 12 års erfaring og har hatt flere oppdrag for selskaper som rapporterer etter IFRS. Han har 6 års erfaring fra PwC.

Frode Semb – Frode Semb har 18 års erfaring, herunder 12 år i PwC.»

2.2.7 Link Mobility Group ASA – styreavhengighet (utdrag fra administrasjonens innstilling til børstyret av 12.11.2013)

Utdrag fra styreinnsstillingen av 12.11.2013 vedrørende selskapet søknad om opptak til notering på Oslo Axess:

Opptaksreglene stiller krav at minimum to av styrets medlemmer er uavhengig av hovedaksjonær, vesentlig forretningsforbindelser og daglig ledelse. Selskap har i henhold til oversikten overfor vurdert Torkjell Nilsen og Siv Ødegaard som helt uavhengig, og nå Tove Giske som etter planen skal velges på selskapets generalforsamling 19. november 2013 etter diskusjoner med børsen omkring oppfyllelse av kravet.

Siv Ødegaard har tidligere fungert som innleid CFO. Børsen har ikke delt selskapets syn på at hun kan anses som uavhengig av daglig ledelse siden hun på fulltid har fungert som CFO i selskapet nært knyttet til tidspunkt for opptak til notering over en lengre periode (1,5 år), og har i denne sammenheng ikke lagt vekt på om hun har fungert via et ansettelsesforhold eller som innleid konsulent. Per 4.11.2013 mottok børsen følgende tilbakemelding fra selskapet på ovenstående:

«Vi har notert oss børsens innvendinger knyttet til uavhengigheten til Siv Ødegaard. Som en følge av dette er Tove Giske, som til daglig jobber som direktør i Kredinor, foreslått valgt som nytt uavhengig styremedlem. Et slikt valg er forankret hos de største aksjonærene. CVen hennes vil bli ettersendt.»

3 STRYKNING/SUSPENSJON

3.1 Selskaper som er strøket fra notering

Navn	Vedtaksdato	Siste noteringsdag
OSLO BØRS		
Aker BioMarine ASA	I/A (strøket etter fusjon med Aker Seafood ASA)	15.01.2013
Fara ASA	18.12.2012	01.03.2013
Pronova BioPharma ASA	15.02.2013	20.02.2013
Codfarmers ASA	21.03.2013	22.04.2013
Dockwise Ltd	29.04.2013	03.05.2013
Tribona ASA	08.05.2013	13.05.2013
Rieber & Søn ASA	29.05.2013	30.05.2013
Imarex ASA	14.05.2013	09.07.2013
Reservoir Exploration Technology ASA	27.06.2013	02.07.2013
Jason Shipping ASA	07.06.2013	09.08.2013
SinOceanic Shipping ASA	15.07.2013	16.07.2013
Norda ASA	02.07.2013	29.08.2013
Hol Sparebank	I/A (strøket etter fusjon med Nes Sparebank.)	15.10.2013
Norway Pelagic ASA	07.11.2013	11.11.2013
Morpol ASA	28.11.2013	28.11.2013
Bridge Energy ASA	28.11.2013	28.11.2013
OSLO AXESS		
Asia Offshore Drilling Limited	30.04.2013	31.05.2013
24Seven Technology Group ASA	28.05.2013	28.06.2013
Discovery Offshore S.A	22.08.2013	23.08.2013
Borgestad Industries ASA	I/A(strøket etter fusjon med Borgestad ASA)	13.09.2013
Nexus Floating Production Ltd	31.07.2013	30.08.2013
Camposol Holding Plc	19.12.2013	20.12.2013

3.2 Stryknings saker

3.2.1 24seven Technology Group ASA – avslag på søknad om strykning av selskapets aksjer fra notering på Oslo Axess (vedtak av 21.03.2013)

1. Innledning

Selskapet har i brev datert 4. desember 2012 søkt om strykning av selskapets aksjer fra notering på Oslo Axess. Grunnlag for søknaden er vedtak fattet i ekstraordinær generalforsamling den 4. desember 2012, der 87,48 % av de stemmegivende aksjonærer stemte for strykning.

24Seven Technology Group ASA («TFSO» eller «Selskapet») har vært notert på Oslo Axess siden 2007. Selskapet er ikke notert på annen markeds plass. TFSO er et teknologiselskap som tilbyr integrerte

forretningssystemer (ERP) for kunderelasjonshåndtering (CRM), prosjektstyring, regnskap og økonomi, samt samhandlingsløsninger som e-post, fil- og dokumenthåndtering og gruppekalender. Selskapet ble etablert i 1997.

2. Bakgrunn

Selskapets begrunnelse for å søke om strykning av selskapets aksjer er i søknaden presentert som følger:

Styret vurderer likviditeten i aksjen og den generelle interessen for IT-sektoren på Oslo Axess som meget lav og at den tilhørende verdisetningen av selskapet ikke gjenspeiler den reelle prisingen av selskapet hvor sammenlignbare selskaper internasjonalt blir verdsatt vesentlig høyere og i størrelsesorden 4-10 ganger omsetning.

Den generelle interessen blant investorer til små børsnoterte selskaper med lav markedsverdi og likviditet på IT-listen på Oslo Axess er meget lav.

Det er selskapets vurdering at videre finansieringsbehov kan løses uten gjennomføring av emisjoner over børs, samtidig som prissetting ved emisjoner over børs, også som følge av lav likviditet i aksjen, representerer et stort utvanningspotensiale for Selskapets småaksjonærer.

Kostnadene forbundet med å være notert på Oslo Axess, knyttet til plikter og forventninger i forhold til administrasjon, rapportering, regnskap/revisjon, noteringsavgift mv. overstiger vesentlig nytteverdien for selskapet og en avnotering vil således også medføre et forbedret driftsresultat, samt frigivelse av ledelsesressurser som igjen kan benyttes i salg, partner og konsulentarbeid.

Verdisetningen på Oslo Axess er et hinder for fremtidig vekst i forbindelse med forhandlinger med store internasjonale kunder og partnere. Flere store kunder og partnere som blant annet diskuterer whitelabel avtaler ønsker ikke offentliggjøring av sine avtaler med 24SevenOffice, noe som normalt kreves som et børsnotert selskap.

Med kritisk masse av kunder og positivt driftsresultat (EBITDA), samt sin posisjon som ledende aktør innen SaaS markedet for forretningssystemer i Norden er det naturlig at selskapet vil være i førersetet på den konsolideringen styret forventer vil skje av mindre aktører som ikke makter å bygge kritisk masse. Verdisetningen på Oslo Børs gjør handlingsrommet til Styret svært begrenset i denne type transaksjoner, spesielt der man kan benytte aksjer som oppgjørsform. Selskapet får på Oslo Axess en lavere markedsverdi enn sammenliknbare selskaper utenfor markedsplassen.

Prossesser med større internasjonale fond som ønsker å investere betydelige beløp i Selskapets videre utvikling stopper opp på grunn av aksjens lave likviditet og markedsverdi.

Flere av selskapets ledende aksjonærer har den senere tiden gitt signaler om at selskapet burde søke Oslo Børs om en avnotering fra Oslo Axess på bakgrunn av argumentasjonen ovenfor.

I ekstraordinær generalforsamling avholdt 4. desember 2013 vedtok generalforsamlingen å gi styret fullmakt til å søke Selskapets aksjer strøket fra notering på Oslo Axess. 83,63 % av selskapets aksjekapital var representert på generalforsamlingen og 80,02 % av selskapets aksjekapital deltok i avstemningen. 87,48 % av stemmegivende aksjekapital stemte for strykning, mens 12,52 % av stemmegivende aksjekapital stemte mot. I antall møtte 71 av totalt 265 aksjonærer i selskapet på

generalforsamlingen. Av disse stemte 63 aksjonærer for forslaget om strykning, fire aksjonærer stemte mot forslaget, mens fire av de fremmøtte aksjonærer avsto fra å stemme.

3. Rettslig utgangspunkt

Børsloven § 25 inneholder regler om strykning av finansielle instrumenter. Bestemmelsens første ledd lyder:

Regulert marked kan suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis det ikke lenger tilfredsstiller det regulerte markedets vilkår eller regler eller særlige grunner for øvrig tilsier det. Regulert marked kan likevel ikke suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon.

Videre heter det i løpende forpliktelser pkt. 15.1 fjerde ledd:

«Selskapet kan søke børsen om at dets aksjer blir strøket fra kursnoteringen hvis generalforsamlingen har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer. Børsen treffer vedtak om eventuell strykning.»

4. Børsens vurdering

4.1 Utgangspunkt

Saken foranlediger en nærmere gjennomgang av det rettslige utgangspunkt for vurderingen av strykning etter søknad.

Børsloven § 25 første ledd, om strykning av finansielt instrument som følge av at det ikke lenger tilfredsstiller det regulerte markedets vilkår eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det, har sin opprinnelse i børsloven av 1988 § 4-10 første ledd. Regelen har tradisjonelt hjemlet beslutning om strykning av et finansielt instrument på børsens eget initiativ som følge av at det aktuelle finansielle instrumentet ikke oppfyller sentrale opptaksvilkår, herunder kravene til allmenn interesse, fri flyt og regelmessig omsetning.⁴⁵ Tilsvarende har bestemmelsen gitt børsen adgang til å beslutte strykning på eget initiativ ved grove eller vedvarende brudd på børslovgivning⁴⁶. Søknad om strykning av et finansielt instrument vil under enhver omstendighet måtte vurderes opp mot de ulemper det vil ha for selskapets aksjonærer og markedets funksjon. Dette fremgår i dag uttrykkelig av lovens § 25 første ledd, andre punktum, men en slik interesseavveining har også blitt innfortolket ved anvendelsen av bestemmelsens forløpere i henholdsvis børsloven av 1988 § 4-10 første ledd og børsloven av 2000 § 5-8 første ledd.

Børsloven av 1988 § 4-10 andre ledd inneholdt også nærmere regler om strykning på grunnlag av søknad fra selskapet, tilsvarende det som i dag fremgår av løpende forpliktelser pkt. 15.1 fjerde ledd. Lovbestemmelsen om strykning av et finansielt instrument ved søknad fra utsteder har i forarbeider, praksis og teori blitt vurdert som en selvstendig hjemmel for strykning, med et vurderingstema som skiller seg noe fra tilfellene hvor børsen vurderer strykning uten at selskapet selv har tatt stilling til spørsmålet. Dette har sin naturlige begrunnelse i at børsen ved vurdering av søknad om strykning, nødvendigvis må ta i betraktning selskapets interesse i strykning, slik denne kommer til uttrykk

⁴⁵ Jf. børsstyrets avgjørelse om strykning av Siem Industries Inc. (Vedtak og Uttalelser 1999) og Linde-Group ASA (Vedtak og Uttalelser 2004 s. 55).

⁴⁶ Jf. Børsklagenemndens vedtak om strykning av OHI ASA (Vedtak og Uttalelser 2003 s. 50) og børsstyrets vedtak om strykning av Sydvaranger ASA (Vedtak og Uttalelser 2000 s. 38)

gjennom generalforsamlingens beslutning. Av forarbeidene til børsloven av 1988 ble det likevel uttrykkelig gitt anvisning på at en søknad om å bli strøket ikke automatisk bør etterkommes, men at børsen også i slike tilfelle må foreta en selvstendig og konkret vurdering av spørsmålet (Ot.prp.83 (1986-87) s. 70)⁴⁷.

Børsen har gjennom sin praksis gitt uttrykk for hvilke hensyn som er relevante ved vurderingen av om en søknad om strykning skal tas til følge. Som utgangspunkt skal det foretas en skjønnsmessig avveining av selskapets interesse – representert ved flertallets interesse i strykning – mot minoritetsaksjonærenes interesse i fortsatt notering⁴⁸. Børsens praksis har vært streng i den forstand at hensynet til minoritetsaksjonærene og de ulemper en strykning vil medføre for disse tradisjonelt har blitt tillagt relativt mye vekt. Også hensynet til markedets integritet og tillit, har blitt tillagt vekt i vurderingen av om en søknad om strykning skal etterkommes. I den sammenheng har manglende oppfyllelse av noteringsvilkår blitt ansett som ett av flere relevante momenter i totalvurderingen når søknad om strykning vurderes.

Børsens oppfatning av vurderingstema for henholdsvis strykning på eget initiativ og etter søknad i henhold til tidligere børslov § 4-1 første og annet ledd, fremgår av børsstyrets vedtak vedrørende Iby Eiendom ASA fra 1999⁴⁹:

Hvilket vurderingstema børsstyret skal legge til grunn ved vurdering av strykning etter § 4-10 annet ledd, er ikke gitt nærmere i lovteksten annet ledd. I samme paragrafs første ledd er imidlertid et slikt vurderingstema gitt for det tilfelle at børsstyret vurderer strykning selv om selskapet ikke selv søker. I så fall kan børsstyret 'vedta at et verdipapir skal strykes fra børsnotering hvis verdipapiret ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak, eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det'. [...]

Til forskjell fra en strykningssituasjon etter § 4-10 første ledd, vil et selskap som søker strykning i henhold til annet ledd, kunne strykes selv om selskapet oppfyller vilkårene for opptak. Børsstyret vil imidlertid ved vurderingen av en søknad vurdere selskapet bl.a. i forhold til om vilkårene for opptak etter børsloven er tilstede.»

Reglene om strykning fra notering ble stort sett holdt uforandret frem til endringen av børsloven i 2007, en endring som først og fremst hadde sin bakgrunn i implementeringen av MiFID i norsk rett. Ordlyden i bestemmelsen om børsens kompetanse til å beslutte strykning ble, til en viss grad, tilpasset direktivteksten uten at dette skulle innebære realitetsendring i rettstilstanden, jf. NOU 2006:3 pkt. 7.2.3 på side 141.⁵⁰ Regler knyttet til strykning som følge av søknad er ikke regulert i MiFID, og ble tatt ut av lovbestemmelsen uten nærmere begrunnelse. Disse reglene var imidlertid tiltenkt videreført i børsforskriften § 25-2 dersom dette ble vurdert som «hensiktsmessig eller nødvendig», jf. Ot.prp. nr. 32 (2006-2007) pkt. 10.2.5.

Bestemmelser knyttet til strykning av selskaper etter søknad og andre utfyllende regler om vilkår og prosedyre ved strykning ble senere fjernet fra børsforskriften, og fremgår i dag kun av børsens egne regler, jf. løpende forpliktelser pkt. 15.1. Disse reglene må imidlertid anvendes innenfor de rammer loven oppstiller, slik at børsen også ved vurderingen av om en søknad om strykning skal innvilges, også nå må ta utgangspunkt i de vilkår børsloven § 25 første ledd oppstiller. Strykning kan således bare vedtas under forutsetning av at det foreligger brudd på børsens regler eller «særlige grunner for

⁴⁷ Tilsvarende ble lagt til grunn ved anvendelsen av § 5-8 i børsloven av 2000, jf. uttalelser i forarbeidene Ot. Prp. 73 (1999-2000) s. 117-118.

⁴⁸ Jf. bl.a. børsstyrets vedtak vedrørende Jøtul (Vedtak og Uttalelser 2002 s. 13)

⁴⁹ Vedtak og Uttalelser 1999 s. 34

⁵⁰ Det blir i forarbeidene også slått fast at det kan fastsettes mer detaljerte regler om strykning enn det som følger av direktivet. På denne bakgrunn ble det også besluttet å videreføre en adgang til å stryke finansielle instrumenter i tilfeller hvor det foreligger «særlige grunner», selv om direktivets minimumsregler angir et noe snevrere vilkår.

øvrige tilsier det». På bakgrunn av at det i forarbeidene er forutsatt at § 25 første ledd «viderefører gjeldende vilkår for suspensjon og strykning», legges det imidlertid til grunn at det ikke skal mer til for å tillate strykning på grunnlag av søknad enn etter tidligere lov, og at bestemmelsen må tolkes i lys av den interesseavveining som børsen har skissert gjennom praksis også i årene før bestemmelsen trådte i kraft.⁵¹

4.2. Børsens skjønnsutøvelse i den konkrete sak

4.2.1 Selskapets interesse

Selskapets søknad om strykning har sitt grunnlag i generalforsamlingsvedtak fattet 4. desember 2012, hvor 87,48 % av stemmegivende aksjekapital stemte for å søke aksjene strøket fra Oslo Axess. Selskapets begrunnelse for å søke strykning er at «Selskapet og majoriteten av selskapets aksjonærer ikke anser at aksjen er egnet for videre notering og at det samlet ikke lenger anses å være i Selskapets interesse å videreføre en børsnotering».

Selskapet viser blant annet til lav likviditet i aksjen. I følge børsens egne tall foreligger det 342 offisielle handler i Selskapets aksjer fordelt på 252 handelsdager de siste tolv månedene. 8 av de totalt 35 selskapene notert på Oslo Axess har hatt svakere likviditet de siste tolv måneder målt ut fra beløpsmessig verdi. Omsetningshastigheten har i perioden ligget på 4,28 %. 9 av 35 Axess-noterte aksjer har hatt en lavere prosentvis omsetningshastighet de siste tolv måneder. Spreaden varierer, men har i gjennomsnitt ligget rundt 17 % de siste tolv måneder. Selv om likviditeten er lav, er den ikke i noen særstilling sammenlignet med andre Axess-selskaper i dagens marked. Selskapet har for øvrig en spredt eierstruktur og oppfyller kravene til spredning og antall aksjeeiere med aksjer til verdi på minst 10.000 NOK. Det er således ikke utenkelig at likviditeten kan ta seg opp igjen ved forbedrede markedsforhold.

Markedsverdien av Selskapet er i dag ca. NOK 57 millioner, mot ca. NOK 180 millioner da Selskapet ble notert. Selskapets markedsverdi i dag ligger godt over minstekravet for notering på Oslo Axess (NOK 8 millioner). Selv om NOK 8 millioner er langt lavere enn det som normalt kan sies å være et naturlig minimum for et selskap som ønsker notering på Oslo Axess, vil ikke det at Selskapets markedsverdi har falt til ca. 57 millioner NOK i seg selv medføre at selskapet ikke lenger anses egnet for notering.

Samlet sett tegnes det et bilde av et selskap som kanskje ikke lenger har det beste grunnlag for notering, men på den annen side er ikke Selskapets situasjon endret i så stor grad at Selskapet ikke tilfredsstiller vilkårene for notering, herunder kravene til allmenn interesse, regelmessig omsetning og fri flyt. Selskapets henvisning til at det ikke lenger er «egnet for notering» synes da også å vise til hensiktsmessigheten av notering ut fra mer kommersielle betraktninger, fremfor manglende oppfyllelse av opptakskrav for notering på Oslo Axess.

Manglende oppfyllelse av vilkår for notering har i flere av børsens saker vært en del av begrunnelsen for å imøtekomme søknad om strykning.⁵² Det er imidlertid ikke full symmetri mellom kravene til opptak og strykning. Dette utgangspunktet har sin bakgrunn i at noterte selskaper i perioder kan være i brudd med ett eller flere av opptakskriteriene uten at selskapet med dette anses som diskvalifisert for notering som følge av manglende allmenn interesse, regelmessig omsetning og egnethet. Videre må det ses hen til at aksjonærene har kjøpt aksjer i tiltro til den beskyttelse og

⁵¹ Tilsvarende synspunkt er lagt til grunn i saker om strykning knyttet til Norman ASA (Vedtak og Uttalelser 2009 s. 46), Namsos Trafikkselskap ASA (Vedtak og Uttalelser 2009 s. 25) Fosen ASA (Vedtak og Uttalelser 2008 s. 26 og Fara ASA (Vedtak og Uttalelser 2012 s. 39).

⁵² Jf. blant annet Kristiansand Dyrepark ASA (Vedtak og Uttalelser 2004 s. 63) og Norman ASA (Vedtak og Uttalelser 2009 s. 46)

omsetningsmulighet noteringen utgjør, og at strykning som følge av at selskapet er i brudd med noteringsvilkårene ikke uten videre kan forsvares ut fra den ulempe en strykning ville innebære for disse. På denne bakgrunn har det da også forekommet at selskaper, som har vært i brudd med enkelte av vilkårene for notering, etter en helhetsvurdering likevel ikke har fått innvilget søknad om strykning.⁵³

Et annet spørsmål er imidlertid om utgangspunktet om at det ikke er umiddelbar symmetri mellom opptakskrav og strykning, også innebærer at selskaper kan få medhold i søknad om strykning selv om selskapet tilfredsstillende vilkårene for notering, forutsatt at dette er forenelig med den interesseavveiningen loven gir anvisning på, jf. i denne retning uttalelsen i børsstyrets vedtak vedrørende Iby Eiendom ASA, referert til under punkt 4.1 ovenfor. Sett hen til de kriterier børsloven § 25 oppstiller for strykning, måtte da selskapets interesse, manifestert gjennom et betydelig aksjonærflertalls interesse i strykning, og sett sammen med selskapets begrunnelse for strykning, etter omstendighetene kunne anses å utgjøre en «særlig grunn» for at strykning kan finne sted.

Problemstillingen synes ikke å ha kommet på spissen i de saker børsen har behandlet. I flere av sakene (herunder saken vedrørende Iby Eiendom ASA) har selskapene vist til ett eller flere brudd på noteringsvilkårene som et forhold som tilsier at søknad om strykning bør etterkommes. Flere av sakene relaterer seg imidlertid til selskaper notert på Oslo Børs, hvor noteringskravene er vesentlig strengere enn på Oslo Axess. For selskaper notert på Oslo Axess, hvor enkelte av minstekravene er satt lavere, kan det nok i større grad tenkes at en negativ utvikling mht. selskapets situasjon siden noteringstidspunktet kan medføre at selskapet ikke lenger anser det å være i selskapets interesse å ha aksjen notert, uten at det samtidig innebærer at selskapet er i brudd med noteringsvilkårene.

På den annen side kan det argumenteres for at hensynet til minoritetsaksjonærene tilsier at børsen er særlig restriktive med å beslutte strykning i tilfeller hvor det ikke foreligger slik utvikling som innebærer brudd på ett eller flere av vilkårene for notering. Noteringsvilkårenes formål er nettopp å sette visse objektive minstestandarder som skal bidra til kvalitet over og likviditet i de aksjer som noteres på markedsplassen. For aksjonærer som har investert i disse vil det ikke uten videre være påregnelig at selskapet vil søke om og få innvilget strykning uten at har skjedd en mer omfattende endring i selskapets økonomiske situasjon, virksomhetsomfang eller eierkonstellasjon som innebærer at selskapet ikke lenger oppfyller disse kravene. Dette tilsier for det første at hensynet til minoritetsaksjonærene bør veie særlig tungt i vurdering av om en strykning kan besluttes der selskapet som utgangspunkt tilfredsstillende vilkårene, jf. nærmere om dette i punkt 4.2.2 nedenfor. Videre må det i disse tilfellene, slik børsen ser det, også gjøres en nærmere vurdering av den begrunnelse selskapet anfører for strykning, herunder om det for øvrig kan foreligge andre særlige omstendigheter som begrunner strykning, jf. også lovens ordlyd «særlige grunner».

TFSO har blant annet anført at likviditeten i aksjen og den generelle interessen for IT-sektoren på Oslo Axess anses som meget lav og at den tilhørende verdisettingen av selskapet ikke gjenspeiler den reelle prisingen av selskapet. Det er selskapets oppfatning at selskapet, som følge av den lave verdisettingen av selskapet på Oslo Axess, vil være mer attraktivt som både samarbeidspartner og investeringsobjekt uten en notering av selskapets aksje på Oslo Axess.

Til dette vil børsen bemerke at en notering nettopp skal legge til rette for økt likviditet i aksjen og synlighet/interesse blant potensielle investorer, og at dette sammen med muligheter for å hente kapital normalt utgjør hovedgrunnen for søke notering. Det at TFSO for øvrig må anses egnet for notering, med en forretningsidé som er av interesse for allmennheten, spredt aksjonærsammensetning og en aksje som omsettes regelmessig, taler også i retning av at noteringen

⁵³ Jf. Kosmos A/S av 30. april 1991 og Namsos Trafikkselskap ASA (Vedtak og Uttalelser 2009 s. 25)

er representativ for markedsforholdene, og at en strykning ikke nødvendigvis vil medføre styrket likviditet og omsetningsverdi for aksjen.

Selskapet har vist til at kostnadene forbundet med å være notert på Oslo Axess, vesentlig overstiger nytteverdien for selskapet og at en avnotering således også vil medføre et forbedret driftsresultat, samt frigivelse av ledelsesressurser som igjen kan benyttes i salgs, partner og konsulentarbeid. Videre anføres det at flere store kunder og partnere som blant annet diskuterer «whitelabel-avtaler» ikke ønsker offentliggjøring av sine avtaler med Selskapet, noe som normalt kreves som et notert selskap.

Børsregelverket medfører belastninger for selskapet i form av kostnader ved etterlevelse og oppfølging. Selskapet har også kostnader ved selve noteringen i form kursnoteringsavgift, registreringsavgift til VPS og utgifter ved prospektutarbeidelse mv. ved kapitalforhøyelser mv. Dertil vil informasjonsplikten og gjennomlysningen av selskapet i visse tilfeller kunne anses som en ekstra belastning. Børsen har imidlertid i sin praksis lagt til grunn at for et selskap som har besluttet å notere selskapets aksje, og har inviterte allmennheten til å investere i denne, skal det mye til for at kostnadene ved noteringen skal tillegges betydelig vekt. Tilsvarende må gjelde de offentliggjøringsplikter som følger med notering. Belastningen for selskapet i form av kostnader, offentliggjøringsplikter og andre rettslige forpliktelser må under enhver omstendighet ses i forhold til minoritetsaksjonærens tap og reduserte investorbeskyttelse ved en strykning av selskapets aksjer.

Selskapets argumentasjon for strykning kan etter dette i seg selv ikke utgjøre en viktig grunn for å etterkomme søknad om strykning. Når det er sagt kan Selskapet vise til en relativt stor oppslutning rundt generalforsamlingsvedtaket om å søke Selskapets aksjer strøket fra notering, også blant de fremmøtte minoritetsaksjonærer. Det kan videre argumenteres for at Selskapet selv er nærmest til å foreta estimer knyttet til verdisetting og attraktivitet henholdsvis på og utenfor Oslo Axess, og til å vurdere om den negative utvikling i aksjens verdi og omstendigheter forøvrig innebærer at selskapets interesser er bedre ivaretatt med en strykning av Selskapets aksjer fra notering. Det må videre antas at generalforsamlingens beslutning også reflekterer en oppfatning blant aksjonærflertallet om at Selskapet har gjort de nødvendige tiltak de selv rår over for å søke å oppnå best mulig interesse i selskapet aksje på Oslo Axess.

Under enhver omstendighet må imidlertid de forhold som tilsier strykning – her Selskapets interesse i strykning - holdes opp mot de ulemper dette vil ha for Selskapets aksjonærer.

4.2.2 Hensynet til minoritetsaksjonærene

Ved en strykning vil aksjonærene i selskapet miste den beskyttelse som ligger i verdipapirlovgivningens regler om og tilsyn med informasjonsplikt, rapportering og likebehandling. Videre vil investorbeskyttelse i form av flaggeplikt, meldeplikt, innsideregler og tilbudsplikt ved kontrollskifte falle bort. Man vil også miste det organiserte handelsapparat og gjennomlysning av handelen som Oslo Axess representerer.

Allmennaksjelovens regler vil gi aksjonærene en viss beskyttelse også utenfor børs, men samlet sett langt svakere enn det vernet børs- og verdipapirlovgivningen representerer. Eksempelvis vil selskapet ikke lenger ha plikt til å offentliggjøre delårsrapporter, informasjonsdokumenter eller kurssensitiv informasjon. De hensyn som ivaretas for eksempel gjennom granskningsinstituttet kan imidlertid ikke anses å bli ytterligere sikret ved at selskapet er børsnotert.

Strykning vil videre kunne medføre en ulempe for aksjonærene ved at likviditeten reduseres ytterligere. Dette vil igjen kunne redusere omsetningsverdien av aksjene.

En del aksjonærer kan ha offentlige eller interne regler som forhindrer dem i å eie unoterte aksjer. TFSO har opplyst at det ikke kjenner til man har aksjonærer som er forhindret fra å eie aksjer i selskapet dersom dette strykes fra notering. Børsen har ikke mottatt opplysninger som gir grunnlag for å overprøve denne vurderingen.

For selskapets vedkommende vil også en strykning kunne medføre at det blir vanskeligere å innhente ny kapital. Notering gjør som utgangspunkt et selskap mer attraktivt som investeringsobjekt. Selskapet har imidlertid gitt uttrykk for at det ikke er ønskelig med videre notering, og at selskapets finansieringsbehov kan løses uten gjennomføring av emisjoner over regulert marked.

Av de fremmøtte aksjonærer på generalforsamlingen som stemte over strykningsforslaget stemte 87,48 % i favør av strykning og 12,52 % mot strykning. I antall møtte 71 av totalt 265 aksjonærer i selskapet på generalforsamlingen. Av disse stemte 63 aksjonærer for strykningsforslaget, fire aksjonærer stemte mot forslaget, mens fire av de fremmøtte aksjonærer avsto fra å stemme over forslaget.

Selskapets eierstruktur er spredt, med to aksjonærer som eier over 10 %, henholdsvis ICT Group AS (15, 39 %) og Agder Energi Venture (11, 51 %).⁵⁴ De to nevnte aksjonærene stemte for strykning på generalforsamlingen. MP Pensjon PK (tidl. Tine Pensjonskasse) som er selskapets tredje største aksjonær med en eierandel på generalforsamlingstidspunktet som tilsvarte 7, 41 % av aksjekapitalen, stemte mot strykningsforslaget.

Stemmetallene viser at et relativt stort antall mindre aksjonærer stemte for strykningsforslaget. Sett i kombinasjon med antall fremmøtte på generalforsamlingen, synes det således ikke å foreligge noe entydig engasjement mot strykning blant minoritetsaksjonærene. På den annen side representerer aksjonærene som aktivt har stemt mot strykningsforslaget en relativt stor andel av stemmegivende aksjer.

Børsen har riktignok innvilget strykning i tre saker med relativt lik prosentvis stemmefordeling for/mot strykning, henholdsvis Kristiansand Dyrepark ASA⁵⁵ (85 % / 15 %), Fosen ASA⁵⁶ (87, 6 % mot 12, 4 %) og Norman ASA⁵⁷ (87, 57 % mot 12, 43). I alle disse sakene var det imidlertid andre forhold som tilsa strykning og som ble tillagt vesentlig vekt, herunder at selskapet hadde gjennomgått store endringer som resulterte i brudd på noteringsvilkår, fastlåst eierkonstellasjon, forutgående oppkjøpstilbud, fusjon betinget av strykning mv. I børsstyrets sak vedrørende Kosmos AS⁵⁸ ble strykning derimot nektet til tross for at selskapets generalforsamling hadde vedtatt å sende slik søknad med 88 % og mot 12 % av stemmene og til tross for at selskapet var i brudd med opptakskrav. Samtlige tilstedeværende minoritetsaksjonærer stemte der mot strykning.

I børsens sak vedrørende Fara ASA⁵⁹ der strykning ble innvilget, ble det fra selskapets side vist til at selskapet var i brudd med opptakskravene for Oslo Børs når det gjaldt markedsverdi og antall aksjonærer med aksjer til verdi på minst 10.000 kr. Dette var etter børsens vurdering ikke brudd av en slik karakter at de ble tillagt særlig vekt i vurderingen av selskapet skulle strykes. Søknad om strykning ble derimot akseptert under henvisning til at motstanden mot strykning blant selskapets minoritetsaksjonærer ved behandling i selskapets generalforsamling var svært liten. Vedtak om

⁵⁴ Prosentangivelsen reflekterer eierandel på tidspunktet for generalforsamlingen. Det er etter generalforsamlingen gjennomført en mindre emisjon i selskapet rettet mot enkelte eksisterende aksjonærer.

⁵⁵ Vedtak og Uttalelser 2004 s. 63

⁵⁶ Vedtak og Uttalelser 2008 s. 26

⁵⁷ Vedtak og Uttalelser 2009 s. 46

⁵⁸ Vedtak av 30. april 1991

⁵⁹ Vedtak og Uttalelser 2012 s.39

strykning ble her fattet med 99,1 % av avgitte stemmer i favør av forslaget, mot 0,9 % som stemte mot.

Som nevnt er det børsens vurdering at det i tilfeller hvor selskapet ikke kan vise til at selskapet har gjennomgått endringer som resulterer i brudd på noteringsvilkår eller tilsvarende særlige omstendigheter, skal mer til for å etterkomme søknad om strykning. Bakgrunnen for dette er at en strykning her vil være mindre påregnelig for aksjonærer som har investert i selskapet. I slike tilfeller vil det etter børsens vurdering være særlig viktig å se hen til aksjonærenes holdning til strykningsspørsmålet slik dette kommer til uttrykk på generalforsamlingen og å vektlegge eventuelle minoritetsaksjonærenes interesse i fortsatt notering.

Av de 12,5 % som stemte mot strykning i TFSO, utgjorde MP Pensjons aksjebeholdning ca. 74 % av stemmene. Børsen har i uttalte i sakene vedrørende strykning av Kristiansand Dyrepark ASA og Fosen ASA uttalt at institusjonelle investorer bør være i stand til å gjøre sine rettigheter som minoritetsaksjonærer gjeldende også dersom selskapet skulle bli strøket fra notering. Hensynet til de institusjonelle aksjonærene ble under henvisning til dette ikke tillagt avgjørende vekt i de aktuelle sakene. Dette utgangspunktet kan imidlertid ikke innebære at det på generelt grunnlag skal ses bort i fra den institusjonelle investorens interesse i fortsatt notering, selv om hensynet til disse tillegges noe mer begrenset vekt enn for øvrige, mindre profesjonelle investorer.

Når det gjelder vurderingen av minoritetsaksjonærenes interesser for øvrig har Oslo Børs i utgangspunktet ikke sett hen til den enkelte aksjonærs begrunnelse for å stemme mot notering. Børsen har imidlertid notert seg at én av aksjonærene som stemte mot forslaget, Ariston AS, ved sin representant avga en protokollførrelse hvor det ble vist til flere aksjonærer var av den oppfatning at selskapet ikke hadde fremlagt en grundig nok redegjørelse og dokumentasjon for konsekvenser for selskap og aksjonærer ved en avnotering av aksjene i selskapet. I den forbindelse ble det uttrykt et ønske om skriftlige svar på blant annet spørsmål knyttet til selskapets, aksjonærenes og aksjens risiko ved en strykning, styrets vurdering av årsak til selskapets lave verdsettelse og av handlinger for å endre verdsettelsen av selskapet. Representanten fremførte videre et ønske om at selskapet/styret gav en vesentlig grundigere redegjørelse for forslaget og planer om aksjonærpolitikk, som ble kommunisert til aksjonærene for så at saken ble tatt opp til diskusjon og votering på senere generalforsamling.

En forutsetning for at minoritetsaksjonærene skal kunne ta stilling til og gi uttrykk for sine synspunkter ved spørsmål om strykning, er at minoritetsaksjonærene på forhånd er gitt tilfredsstillende informasjon om at selskapet vil bli søkt strøket. Innkallingen til generalforsamlingen bør således redegjøre for så vel bakgrunnen for forslaget som for de konsekvenser en strykning vil ha for aksjonærene.

Begrunnelsen for styrets innstilling om å søke aksjene strøket fra notering slik dette ble presentert i innkalling til ekstraordinær generalforsamling datert 13. november 2012 og børsmelding av samme dato, tilsvarer i all hovedsak det som er presentert for børsen i Selskapets strykningssøknad, jf. Pkt. 2 over. Utover opplysningen om at Selskapet etter en eventuell strykning vil fortsette å holde jevnlig presentasjoner og opprette en aksjonærservice for omsetning av selskapets aksjer, inneholder innkallingen imidlertid ingen nærmere redegjørelse for konsekvensene av en strykning for selskapets aksjonærer.

Det fremgår riktignok av innkallingen at det på generalforsamlingen vil bli gitt en grundig gjennomgang av selskapets strategi og muligheter etter en avnotering. Aksjonærer som ønsket en gjennomgang av strykningssaken og en nærmere redegjørelse for styrets vurdering i forkant av generalforsamlingen ble oppfordret til å ta kontakt med selskapet for å avtale nærmere presentasjoner. Aksjonærene synes således å ha blitt gitt mulighet til å fremskaffe ytterligere

informasjon hvis ønskelig. Selskapet har forøvrig opplyst at administrasjonen og styret har forsøkt å komme i dialog med representanten for Ariston AS etter generalforsamlingen med hensyn til forholdene omtalt i protokolltilførselen.

Børsen har ikke gjort nærmere undersøkelser knyttet til Selskapets informasjonshåndtering overfor aksjonærene i forbindelse med generalforsamlingsbehandlingen av forslaget om strykning. Det bemerkes imidlertid at det ut fra de foreliggende opplysningene synes å kunne vært gjort mer for å informere aksjonærene om konsekvenser ved en strykning i forkant av generalforsamlingen og for å komme eventuelt skeptiske aksjonærer i møte. Til dette kommer at det etter det opplyste verken har eller vil bli fremsatt noe formalisert tilbud til eksisterende aksjonærer om kjøp av aksjer i forkant av strykningen. Selskapet har i korrespondanse med børsen vist til at aksjonærer som ikke ønsker å videreføre sitt eierskap etter en eventuell avnotering, har hatt anledning til å avhende sine aksjer over Oslo Axess i tidsrommet fra forslaget ble varslet i innkalling til generalforsamling av 13. november 2012 og frem til Selskapet ikke lenger er notert.

Basert på samlet vurdering av de grunner som taler for strykning opp mot minoritetsaksjonærenes interesser, finner børsen ikke å kunne etterkomme søknaden om strykning. Det vises i den forbindelse særlig til den relativt store andel som stemte mot notering målt i prosentvis andel av de stemmegivende aksjer, sammenholdt med at strykning fra selskapets side ikke kan begrunnes i brudd på noteringsvilkår eller andre særlige omstendigheter. Etter børsens vurdering ville det ikke være forenelig med lovens kriterier for strykning, slik disse fremgår av børsloven § 25, og børsens praksis i tilknytning til strykningsreglene og den skjønnsmessige vurdering disse legger opp til, å etterkomme søknad om strykning i nærværende sak.

5. Vedtak

Søknad fra 24Seven Technology ASA om strykning av selskapets aksjer fra notering på Oslo Axess avslås.

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden, jf. børsloven § 40. Klagefristen er to uker, jf. børsforskriften § 37.

3.2.2 24seven Technology Group ASA – innvilgelse av søknad om strykning av selskapets aksjer på Oslo Axess (vedtak av 28.05.2013)

1. Innledning

24seven Technology Group ASA («Selskapet») har i brev datert 22. mai 2013 søkt om strykning av Selskapets aksjer fra notering på Oslo Axess. Grunnlaget for søknaden er vedtak fattet i Selskapets generalforsamling den 22.mai 2013, der generalforsamlingen med støtte fra 98, 24 % av de avgitte stemmene vedtok å gi styret fullmakt til å søke om strykning fra notering på Oslo Axess.

Selskapet har vært notert på Oslo Axess siden 2007. Selskapet er ikke notert på annen markeds plass.

2. Bakgrunn

Selskapet søkte i brev av 4. desember 2012 om strykning av Selskapets aksjer fra Oslo Axess. Grunnlaget for søknaden var vedtak fattet i ekstraordinær generalforsamling den 4. desember 2012, der 87,48 % av de stemmegivende aksjonærer stemte for strykning. Selskapets ønske om strykning ble i hovedtrekk begrunnet med at likviditeten i aksjen og den generelle interessen for IT-sektoren på Oslo Axess anses som meget lav, og at den tilhørende verdsetningen av Selskapet derfor ikke gjenspeiler den reelle prisingen av Selskapet. Det var således Selskapets oppfatning at Selskapet vil

være mer attraktivt som samarbeidspartner og investeringsobjekt uten en notering på Oslo Axess. Videre viste Selskapet til at kostnadene forbundet med å være notert på Oslo Axess, vesentlig overstiger nytteverdien for Selskapet, og at en avnotering således også vil medføre et forbedret driftsresultat, samt frigivelse av ledelsesressurser som igjen kan benyttes til salgs-, partner- og konsulentarbeid. Det ble også vist til at flere store kunder og partnere som blant annet diskuterer «whitelabel-avtaler» ikke ønsker offentliggjøring av sine avtaler med Selskapet, noe som normalt kreves av et notert selskap.

I vedtak av 21. mars 2013 avslo Oslo Børs Selskapets søknad. Avslaget var basert på en samlet vurdering av de grunner som talte for strykning opp mot minoritetsaksjonærenes interesser. Det ble i vedtaket særlig vist til den relativt store andel som stemte mot strykning målt i prosentvis andel av de stemmegivende aksjer (12, 52 %), sammenholdt med at strykning fra Selskapets side ikke kunne begrunnes i brudd på noteringsvilkår eller andre særlige omstendigheter. Etter børsens vurdering ville det således ikke være forenelig med lovens kriterier for strykning, slik disse fremgår av børsloven § 25, og børsens praksis i tilknytning til strykingsreglene og den skjønsmessige vurderingen disse legger opp til, å etterkomme søknaden om strykning i den aktuelle saken.

Selskapet påklagde børsens vedtak i brev av 19. april 2013. Forslaget om å søke børsen om en strykning av Selskapets aksjer fra Oslo Axess ble imidlertid forelagt Selskapets aksjonærer på nytt på ordinær generalforsamling avholdt 22. mai 2013. Forslaget ble da vedtatt med 98, 24 % av avgitte stemmer. På grunnlag av generalforsamlingens beslutning ble det sendt inn en ny søknad til Oslo Børs. Selskapets nye søknad foranlediger en ny vurdering av Oslo Børs av strykningsspørsmålet. Selskapets klage på børsens vedtak av 21. mars 2013 avgitt på grunnlag av Selskapets tidligere søknad, ble således ikke brakt videre til børsstyret for eventuell stadfestelse og oversendelse til børsklagenemnden.

Selskapet fastholder i sin søknad av 22. mai 2013 begrunnelsen for ønsket om strykning som ble gitt i tidligere søknad og som er gjengitt over. Det opplyses i tillegg at Selskapet frem mot ordinær generalforsamling avholdt 22. mai 2013 har «gjort en rekke tiltak for å imøtekomme minoritetsaksjonærenes interesser, noe som har medført økt oppslutning ved siste generalforsamling. Det er blant annet gjort gjennom innkalling til aksjonærmøter med ledelsen og styremedlemmer hvor bakgrunn for søknad om avnotering er redegjort for, og hvor aksjonærene har hatt mulighet til å stille spørsmål til ledelsen og styremedlemmer.» I presentasjon offentliggjort i forkant av generalforsamlingen er det også redegjort for konkrete tiltak for å ivareta aksjonærenes interesser etter en eventuell strykning, herunder rutiner knyttet til rapportering og kommunikasjon, praktisering av aksjonærpolitikk og prinsipper knyttet til eierstyring og selskapsledelse, samt tilretteleggelse for handel i selskapets aksjer.

3. Rettslig utgangspunkt

Det følger av børsloven § 25 første ledd:

«Regulert marked kan suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis det ikke lenger tilfredsstillende det regulerte markedets vilkår eller regler eller særlige grunner for øvrig tilsier det. Regulert marked kan likevel ikke suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon.»

Videre heter det i løpende forpliktelser pkt. 15.1 fjerde ledd:

«Selskapet kan søke børsen om at dets aksjer blir strøket fra kursnoteringen hvis generalforsamlingen har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer. Børsen treffer vedtak om eventuell strykning.»

4. Børsens vurdering

I børsens vedtak av 21. mars 2013 redegjøres det nærmere for utgangspunktet for børsens skjønnsutøvelse innenfor rammene av børsloven § 25 første ledd ved søknad om strykning, jf. løpende forpliktelser 15.1 fjerde ledd. Det skal som det fremgår foretas en interesseavveining mellom selskapets interesse – representert ved flertallets interesse i strykning – mot minoritetsaksjonærenes interesse i fortsatt notering. Hensynet til minoritetsaksjonærene og de ulemper en strykning vil medføre for disse har i praksis blitt tillagt stor vekt. Utover selskapets interesse i og ønske om strykning, har også hensynet til markedets integritet og tillitt blitt tillagt vekt i vurderingen av om en søknad om strykning skal etterkommes. I den sammenheng har manglende oppfyllelse av noteringsvilkår blitt ansett som ett av flere relevante momenter i totalvurderingen når søknad om strykning skal vurderes. Det er på den annen side ikke grunnlag for å hevde, basert på foreliggende praksis, at brudd på noteringsvilkår er en forutsetning for innvilgelse av strykningssøknad.⁶⁰ Sett hen til de kriterier børsloven § 25 oppstiller for strykning, vil da selskapets interesse, manifestert gjennom aksjonærflertallets beslutning i generalforsamling, etter omstendighetene og basert på en konkret vurdering i seg selv kunne anses å utgjøre en «særlig grunn» for at strykning kan finne sted. Under enhver omstendighet må imidlertid de forhold som tilsier strykning holdes opp mot de ulemper dette vil ha for selskapets aksjonærer. Børsen har i vedtak av 21. mars 2013 uttalt at nettopp hensynet til minoritetsaksjonærene veier særlig tungt der selskapet ikke kan vise til at det har gjennomgått store endringer som resulterer i brudd på noteringsvilkår eller tilsvarende særlige omstendigheter. Bakgrunnen for dette er at en strykning her vil være mindre påregnelig for aksjonærer som har investert i selskapet. I slike tilfeller vil det etter børsens vurdering være særlig viktig å se hen til aksjonærenes holdning til strykningsspørsmålet slik dette kommer til uttrykk på generalforsamlingen og å vektlegge eventuelle minoritetsaksjonærers interesse i fortsatt notering.

Selskapet har i søknad av 22. mai 2013 opprettholdt sin begrunnelse for ønsket om strykning som fremlagt i søknad av 4. desember 2012. Selskapet viser ikke til at det har gjennomgått større endringer som har medført konkrete brudd på noteringsvilkår e.l. som grunnlag for strykning, men til en mer overordnet kommersiell vurdering av Selskapets attraktivitet, handlingsrom og ressursanvendelse henholdsvis på og utenfor Oslo Axess. Børsen går i sitt vedtak av 21. mars 2013 gjennom Selskapets argumentasjon og konkluderer der med at denne i seg selv ikke utgjør en viktig grunn til å etterkomme søknad om strykning. På den annen side vises det til den relativt store oppslutningen rundt generalforsamlingsvedtaket om å søke Selskapets aksjer strøket fra notering, også blant de fremmøtte minoritetsaksjonærer. Børsen skriver videre at det kan argumenteres for at Selskapet selv er nærmest til å foreta estimerer knyttet til verdisetting og attraktivitet henholdsvis på og utenfor Oslo Axess, og til å vurdere om den negative utvikling i aksjens verdi og omstendigheter forøvrig innebærer at selskapets interesser er bedre ivaretatt med en strykning av Selskapets aksjer fra notering. Det må videre antas at generalforsamlingens beslutning også reflekterer en oppfatning blant aksjonærflertallet om at Selskapet har gjort de nødvendige tiltak de selv rår over for å søke å oppnå best mulig interesse i selskapet aksje på Oslo Axess. Etter en totalvurdering og under henvisning til den relativt store andel som stemte mot notering målt i prosentvis andel av de stemmegivende aksjer, kom børsen likevel til at søknad om strykning ikke kunne etterkommes.

Selskapet har imidlertid søkt om strykning på grunnlag av ny generalforsamlingsbeslutning. Oppslutningen for strykning var der betraktelig større. Av de fremmøtte aksjonærer på generalforsamlingen som stemte over strykningforslaget stemte 98, 24 % i favør av strykning og 1,76 % mot strykning. I antall møtte 88 av totalt 278 aksjonærer på generalforsamlingen, hvilket

⁶⁰ Jf. bl.a. uttalelser i børsstyrets vedtak vedrørende Iby Eiendom ASA, jf. vedtak og uttalelser 1999 s. 34 og Fara, vedtak og uttalelser 2012 s. 39.

utgjorde 82,73 % av Selskapets aksjekapital. Av disse stemte 84 aksjonærer for strykning, mens 4 aksjonærer stemte mot. Stemmetallene viser at et betydelig flertall av de fremmøtte minoritetsaksjonærene stemte for strykningsforslaget. Sett i kombinasjon med antall fremmøtte på generalforsamlingen, synes det således ikke å foreligge noe sterkt og entydig engasjement mot strykning blant minoritetsaksjonærene.

Når det gjelder konsekvenser for aksjonærene av en strykning av Selskapets aksjer fra Oslo Axess vises det til beskrivelsen av dette i børsens vedtak av 21. mars 2013 pkt. 4.2.2. Hva angår exit- eller uttredelsesmulighet for aksjonærene forut for en strykning, opplyser Selskapet at det på generalforsamlingen og i andre anledninger har oppfordret minoritetsaksjonærer som ønsker å selge sine aksjer til å ta kontakt med Selskapet med opplysninger om hvor mange aksjer de ønsker å selge, og til hvilken kurs. Per dato for søknaden har selskapet ikke mottatt noen henvendelser fra aksjonærer som ønsker å selge sine aksjer. Noe formalisert oppkjøpstilbud til aksjonærene er imidlertid ikke fremsatt.

Saken har visse likhetstrekk med børsens sak vedrørende Fara ASA der strykning ble innvilget.⁶¹ Det ble i saken fra selskapets side vist til at selskapet var i brudd med opptakskravene for Oslo Børs når det gjaldt markedsverdi og antall aksjonærer med aksjer til verdi på minst 10.000 kr. Dette var etter børsens vurdering ikke brudd av en slik karakter at de ble tillagt særlig vekt i vurderingen av om selskapet skulle strykes. Søknad om strykning ble derimot akseptert under henvisning til at motstanden mot strykning blant selskapets minoritetsaksjonærer ved behandling i selskapets generalforsamling var svært liten. Vedtak om strykning ble her fattet med 99,1 % av avgitte stemmer i favør av forslaget, mot 0,9 % som stemte mot.

Børsen har funnet at det foreligger særlige grunner som tilsier at strykning på grunnlag av Selskapets søknad av 22. mai 2013. Det vises i den forbindelse til Selskapets interesse i strykning slik dette kommer til uttrykk gjennom generalforsamlingsvedtaket, der en stor andel både i antall og prosent stemte for å søke aksjene strøket. Oslo Børs har vurdert hvordan hensynet til Selskapets minoritetsaksjonærer ivaretas i forbindelse med en strykning av Selskapets aksjer fra notering. Oslo Børs har etter en samlet vurdering i den konkrete saken kommet til at en strykning ikke vil medføre vesentlig ulempe for aksjonærene eller markedets oppgave og funksjon. Oslo Børs har særlig lagt vekt på at motstanden mot strykning blant selskapets minoritetsaksjonærer ved behandling i Selskapets generalforsamling var svært liten, både i form av antall aksjonærer og forholdsmessig antall aksjer representert på Selskapets generalforsamling.

Det har gått en viss tid siden Selskapet i generalforsamling den 4. desember 2012 besluttet å søke børsen om strykning fra notering første gang. Det har siden dette vært klart at selskapet med støtte av et stort antall aksjonærer har arbeidet for en strykning av Selskapets aksjer fra notering på Oslo Axess. I tråd med løpende forpliktelser pkt. 15.1 syvende ledd og børsens praksis settes imidlertid iverksettelsestidspunktet for strykningen noe frem i tid for å gi aksjonærene rimelig tid til å innrette seg på børsens vedtak. Strykningen iverksettes således fra og med fredag 28. juni 2013. Siste noteringsdag vil dermed være torsdag 27. juni 2013.

5. Vedtak:

Administrasjonen ved Oslo Børs fattet den 28. mai 2013 følgende vedtak:

Aksjene i 24seven Technology Group ASA strykes fra notering på Oslo Axess. Siste noteringsdag settes til 27. juni 2013.

⁶¹ Vedtak og uttalelser 2012 s. 39

3.2.3 Strykning av fondsandeler (vedtak av 04.11.2013)

Fra administrasjonens innstilling av 25.10.2013:

1. Innledning

DNB Asset Management AS har i brev av 9. oktober 2013 søkt Oslo Børs om strykning av DNB OBX Derivat Bear og DNB OBX Derivat Bull (heretter også kalt «verdipapirfondene» eller «fondene»).

Verdipapirfondene har DNB Asset Management AS som forvaltningsselskap. DNB Asset Management har hatt en Market Maker-avtale med verdipapirforetaket DNB Markets om å stille løpende priser på kjøp og salg av andeler.

2. Bakgrunn

DNB OBX Derivat Bear og DNB OBX Derivat Bull ble tatt opp til notering på Oslo Børs 23. juni 2008.

Styret i forvaltningsselskapet fattet 18. september 2013 vedtak om å avvikle DNB OBX Derivat Bear og DNB OBX Derivat Bull. Oslo Børs har mottatt kopi av signert styreprotokoll, der styrevedtaket vedrørende avviklingen fremgår.

Forvaltningsselskapet har opplyst at beslutningen om avvikling primært er begrunnet i at det har vært en svak interesse for begge verdipapirfondene, og da særlig for DNB OBX Derivat Bear. Av strykningssøknaden fremgår det at forvaltningskapitalen i DNB OBX Derivat Bull er på ca. kr 92 mill fordelt på 261 andelseiere, mens DNB OBX Derivat Bear har en forvaltningskapital på ca. kr 39 mill fordelt på 148 andelseiere. I følge forvaltningsselskapet kan kostnadene ved å forvalte børsnoterte fond med en så vidt lav forvaltningskapital påvirke avkastningen i negativ retning, og etter forvaltnings-selskapets vurdering er det derfor i andelseiernes interesse at fondene avvikles. Forvaltningsselskapet har videre opplyst at avviklingen er vedtatt av et enstemmig i styret i DNB Asset Management AS, hvor to av representantene er valgt av andelseierne for å ivareta disses interesser.

Etter lov om verdipapirfond av 25. november 2011 nr. 44 (vpfl.) § 5-7 første ledd forutsetter avvikling av et verdipapirfond tillatelse fra Finanstilsynet. Tillatelse ble gitt i brev fra Finanstilsynet datert 30. september 2013, som Oslo Børs har mottatt kopi av.

I søknaden er det gitt en nærmere beskrivelse for hvordan forvaltningsselskapet vil gå frem ved avviklingen av fondene. Forvaltningsselskapet planlegger å sende en børs melding 4. november 2013 for å varsle andelseierne om at verdipapirfondene vil bli avvirket mandag 2. desember 2013. Videre vil forvaltningsselskapet den 15. november 2013 sende ut et brev med nærmere informasjon om nedleggelsen til andelseierne. Børsen har mottatt kopi av brevet som vil bli sendt til andelseierne.

I strykningssøknaden opplyses det at andelseiere i ordinære verdipapirfond normalt ikke informeres om beslutningen om avvikling før verdipapirfondet stenges. Dette skyldes behovet for å unngå at kursutviklingen til verdipapirfondet forringes som følge av at unormalt mange andelseiere ønsker å innløse i perioden frem til avvikling finner sted, noe som vil føre til tap for de gjenværende andelseierne. Ettersom den underliggende porteføljen i DNB OBX Derivat Bear og DNB OBX Derivat Bull i det alt vesentlige består av futures på OBX-indeksen samt bank-innskudd er det etter forvaltningsselskapets vurdering ikke noen risiko for utvanning som følge av at mange andelseiere selger seg ut over en kort periode. Hensynet til andelseierne - som i disse fondene normalt vil foreta hyppige transaksjoner - tilsier derimot at det er ønskelig å informere om avviklingen i god tid før verdipapirfondene stenges, da det ikke er ønskelig at andelseierne blir innelåst i fondet i perioden fra avvikling til utbetaling finner sted.

Det legges opp til at fondene stenges for tegning (kjøp) og innløsning (salg) med virkning fra 2. desember 2013, mest fastsettelse av siste offisielle kurs og strykning av verdipapirfondene fra Oslo Børs. Verdipapirfondenes portefølje av futures vil bli stengt, og andelseierne vil følgelig fra dette tidspunkt være ute av markedet. DNB Asset Management AS vil deretter sende ut et informasjonsbrev om den videre prosessen til eventuelle gjenværende andelseiere. Fondene vil regnskapsmessig bli avsluttet 11. desember 2013, da endelig innløsningskurs vil bli fastsatt. VPS vil deretter sende ut investormelding til de gjenværende andelseierne, og innløsningsbeløpet vil bli utbetalt.

Det opplyses videre at alle kostnader i forbindelse med avviklingen vil bli dekket av DNB Asset Management AS.

3. Vurdering og konklusjon

I henhold til børsloven § 25 første ledd, kan børsen vedta at et finansielt instrument skal strykes fra notering hvis det ikke lenger tilfredsstillende børsens vilkår eller regler eller hvis særlige grunner forøvrig tilsier det. I denne saken som ikke skyldes strykning på bakgrunn av brudd på børsregelverket, har børsstyret tillagt administrasjonen fullmakt til å vedta strykning.

I vurderingen av søknaden om strykning har Oslo Børs lagt vekt på at det har vært lav interesse for å tegne i DNB OBX Derivat Bull og DNB OBX Derivat Bear, og at det etter forvaltnings-selskapets oppfatning er i andelseiernes interesse at fondene avvikles. Børsen har videre lagt vekt på at Finanstilsynet har gitt tillatelse til å avvikle fondene. På denne bakgrunn har børsen funnet at det er grunnlag for å stryke fondene fra notering.

Siste noteringsdag settes til mandag 2. desember 2013. [...]

Børsens vedtak:

Oslo Børs fattet den 4. november 2013 følgende vedtak:

”Verdipapirfondene DNB OBX Derivat Bear og DNB OB Derivat Bull strykes fra notering på Oslo Børs. Siste noteringsdag settes til 2. desember 2013.”

3.2.4 Mulig søknad om strykning basert på et 4 ½ år gammel GF-vedtak (e-poster av 12.11.2013)

Henvendelse til Oslo Børs 12.11.2013:

Thank you for taking the time to meet with [...] and I last week. We appreciated having the opportunity to discuss our concerns regarding maintaining our secondary listing on the OSE and look forward to receiving your feedback in regard to how we may value of the benefit of the investor base in Norway. As [...] mentioned we have a board meeting the first week in December and it would be helpful if we could receive your feedback in the next two weeks. In the mean time, below is the break down of the vote that was taken on May 27, 2009 regarding the proposal to give the Board of Directors the discretion to delist the Company's common stock from the Oslo Stock Exchange. I believe it meets the criteria you mentioned for ease of approval by having a positive vote of greater than 90%. If you have any questions or need any additional information, please let me know.

For	167,162,112	97%
Against	4,709,329	3%
Abstain	220,653	0%
Total Voted	172,092,094	100%
Total Shares	213,743,022	81%

Svar fra Oslo Børs 12.11.2013:

Thank you for your e-mail. We also appreciated the opportunity to meet with [...] to discuss [...] listing in Oslo.

Based on the figures in your e-mail below we understand that there was strong shareholder support for the board's proposal at the AGM in 2009. The problem as we see it, and as we discussed in the meeting, is that the vote dates back 4 ½ years. Our understanding of the rules relating to delisting, as also expressed in our correspondence with [...] prior to the AGM in 2009, is that a shareholder resolution of this nature normally remains valid only until the next ordinary general meeting.

It is unfortunately not possible for Oslo Børs to assess whether a resolution that is more than four years old remains representative of the shareholders' opinion. We have noted that [...] currently has approximately 5 300 shareholders registered in VPS, which constitutes a significant increase compared to the approximately 2 500 shareholders at year-end 2008. Moreover, the VPS-registered shareholders currently own shares which together represent more than one third of [...] total market cap.

On this basis it appears that there has been a significant change in [...] shareholders over these last 4 ½ years. Additionally, individual shareholders may have changed their opinion as time passes by. On this basis the administration at Oslo Børs finds that we would not be in a position to decide on a delisting of [...] or to recommend a delisting decision to Oslo Børs' board of directors. In our view, a new shareholder vote would be required. We are sorry that we cannot accommodate you in this matter.

[...]

4 LØPENDE UTSTEDERREGLER

4.1 Likebehandling av aksjonærer

4.1.1 Rettet emisjon med påfølgende reparasjonsemisjon - REC (*inneholder også kommentarer vedr. informasjonsforpliktelser overfor børsen i forbindelse med selskapshandlinger der det gis rettigheter av økonomisk verdi*) (brev av 03.01.2013)

Oslo Børs viser til forespørsler til selskapet av 25. juni og 21. august 2012 samt Renewable Energy Corporations ASAs, heretter "REC" eller "selskapet", svar 29. juni og 31. august 2012.

Oslo Børs har vurdert flere forhold rundt de nevnte emisjoner, samt tilknyttede konsekvenser av måten emisjonene er gjennomført på. Før vi konkret går inn på de enkelte forhold kan det nevnes at børsen ser positivt på at det skjedde endringer i hvordan både den rettede emisjonen skulle gjennomføres og størrelsen på reparasjonsemisjonen. Dette reduserte noen av de uheldige virkningene av det initielle forslaget. På tross av dette mener Oslo Børs at det er grunn til å kritisere selskapet for de punkter som er nevnt nedenfor, som både må sees som konkrete brudd på løpende forpliktelser samt mer uheldige bieffekter på markedets omdømme.

Børsen har i vurderingen blant annet sett hen til selskapets skriftlige redegjørelse samt skriftlige og muntlige henvendelser fra markedsaktører.

Likebehandling

Etter verdipapirhandelloven (vphl.) § 5-14, jf. løpende forpliktelser (LF) 2.1, er utstedere av børsnoterte aksjer forpliktet til å likebehandle aksjonærene og styrende organer må ikke treffe tiltak som er egnet til å gi dem selv eller andre urimelige fordeler. Forskjellsbehandling kan imidlertid aksepteres dersom denne er saklig begrunnet ut fra selskapets og aksjonærenes felles interesser.

Videre inneholder aksjelovgivningen forbud mot myndighetsmisbruk fra styret og ledelse, allmennaksjeloven (asal.) § 6-28.

Utstedere av noterte aksjer skal også følge god børsikk, børsforskriften § 14, jf. LF 2.2.

Oslo Børs har i Vedtak og uttalelser 2009 s. 89 (Deling av Rem Offshore ASA – likebehandling og god børsikk) detaljert gjort rede for sin forståelse av likebehandlingsprinsippet. Børsen vil etter gjeldende regler kunne sanksjonere vesentlige brudd på likebehandlingsprinsippet. Oslo Børs ser at gjennomføringen av de nevnte emisjoner var utfordrende. Først og fremst fordi Orkla ASA, som selskapets største aksjonær, allerede på et tidlig tidspunkt i prosessen klart sa fra at de ikke ønsket å bidra med mer kapital. Deretter at selskapet vurderte kapitalbehovet som stort og at innhenting måtte gjennomføres innen utgangen av 2. kvartal. Alle disse forhold medførte at selskapet hadde legitime grunner for å gjennomføre en rettet emisjon og at selskapet hadde en legitim grunn til å forskjellsbehandle aksjonærene. Børsen kan således ikke se at vedtakene bygger på vilkårlighet eller utenforliggende hensyn som skulle tilsi en reaksjon fra børsens side. Til tross for at børsen anerkjenner dette ser vi grunn til å kritisere selskapet for tildelingen av så betydelige antall aksjer til selskapets styreleder Jens Ultveit Moe gjennom selskapet Umoe AS. I tillegg er tildelingen til Canica AS noe spesiell på grunn av Stein Erik Hagens tilknytning til Orkla. Oslo Børs mener ikke at disse to aksjonærene ikke skulle kunne tegne seg i emisjonen, men reagerer på størrelsen på tegningene. Spesielt er dette aktuelt for Ultveit Moe, som både er styreleder, stor aksjonær, og stilte konkrete betingelser til tegningen sin. Oslo Børs har da akseptert at selskapet synes å være i en

vanskelig situasjon i forbindelse med betingelsene satt av Umoe AS, men ser ikke at det har rettferdiggjort den store forskjellsbehandlingen dette medførte overfor de andre aksjonærene. I denne konkrete saken hvor det finnes både legitime og potensielt illegitime grunner for forskjellsbehandling så mener børsen at dette brev er tilstrekkelig tilbakemelding til selskapet. I den forbindelse vises det til børsstyres vedtak av 25. juni 2003 mot Choice Hotels Scandinavia ASA og Børsklagenemdsak 2/2006 for veiledning om hvilke type saker som er særs alvorlige og dermed medfører mer formelle sanksjoner.

Gjennomføring av selskaps handlinger der det gis rettigheter av økonomisk verdi – betinget ex

Etter LF 11.3 (1) skal en ved selskaps handlinger som innebærer at aksjonærene gis rettigheter av økonomisk verdi, handle aksjen tidligst eksklusiv rettigheten børsdagen etter at beslutningen er fattet. Dersom selskapet vurderer å fravike denne fremgangsmåten, skal børsen konsulteres god tid i forkant, jfr. LF 11.1.

Disse reglene kommer til anvendelse i den aktuelle saken da selskapet gjennomførte en rettet emisjon og gav de aksjonærene som ikke fikk tilbud i den rettede emisjonen, en mulighet til å tegne seg i en påfølgende reparasjonsemisjon. Da innehar den siste gruppen av aksjonærer en rettighet av økonomisk verdi siden emisjonen ble gjort til underkurs.

Ettersom styret i REC ikke hadde fullmakt til å gjennomføre den rettede emisjonen og selskapet ønsket at kun de som var aksjonærer på tidspunktet for annonseringen av den rettede emisjonen skulle inneha en rett til tegning i den påfølgende emisjonen, måtte første dag uten en slik rettighet gjennomføres med betingelse om at generalforsamlingen stemte for den rettede emisjonen (såkalt betinget ex). Dette er som en hovedregel brudd på løpende forpliktelser 11.3 (1) med mindre selskapet har konsultert børsen god tid i forkant. Denne emisjonsfremgangsmåten har sjeldent vært anvendt av OBX selskaper, børsen skulle dermed vært konsultert god tid i forkant for en felles gjennomgang av transaksjonen for at selskapet skulle forstå alle effekter av emisjonsgjennomføringen. Slik konsultasjon hadde selskapet ikke gjort med mindre kontakten om ettermiddagen den 21. juni kan sies å falle inn under dette. Børsen mener den ikke gjorde det etter som gjennomføringen av emisjonene på det tidspunktet langt på vei var bestemt og manglet kun en nødvendig styrebehandling. Dermed har selskapet på dette punkt brutt løpende forpliktelser.

Andre forhold som gjennomføringen av emisjonene påvirker – derivater og indeks

I tillegg til ovennevnte har reparasjonsemisjonen påvirket flere andre produkter som børsen tilbyr markedet. Det kan her nevnes indekser, derivater på indekser, standardiserte derivater på REC, warrants, ETN'er med mer. Mer spesifikt så blir alle disse produktene påvirket av den usikkerheten som emisjonen i REC medfører for kursnoteringen av REC aksjen i perioden frem til alle forbehold var løftet. I det konkrete tilfellet ble handelen med REC derivater suspendert 22. juni og innløsningskursene justert før handelen 25. juni.

I tillegg var det spesielle utfordringer knyttet til indekser. I dette tilfellet både OBX indeksen (de 25 mest omsatte aksjene) og hovedindeksen siden REC inngår i begge. Utfordringene gjelder både tilgang til informasjon om reparasjonsemisjonen og at ex. datoen er betinget. Normalt vil Oslo Børs justere indeksene i forbindelse med at en aksje går eks. en rettighet og man vil ta inn det nye antall aksjer som rettigheten omfatter. Børsen vil alltid justere indeksene så sant man mottar denne informasjonen tidsnok. Alternativt kan indeksene reberegnes hvis vi mottar informasjonen for sent, men da vil det være et opphold i indeksproduksjonen som medfører problemer for dem som handler tilknyttede instrumenter. I det konkrete tilfellet ble indeksene justert ettersom REC hadde gitt oss tilstrekkelig informasjon til at vi kunne foregripe begivenheten og justere før meldingene om

emisjonsresultatet var lagt ut. Dette ble gjort som en nødløsning for at indeksberegningen ikke skulle stoppe.

I forlengelse av det som er skrevet ovenfor så skapte den nye emisjonen 4. juli utfordringer for markedsaktørene siden både derivater og indekser var justert. Hvis antall aksjer eller kurs hadde vært avvikende i denne emisjonen ville handelen i både aksjen, derivatene og indeksene vært gjennomført til feil kurs. Dette ytterligere forsterker selskapets aktsomhet ved gjennomføringen av emisjoner.

At det finnes så vidt mange tilknyttede instrumenter til REC medfører at det stilles ekstra krav til aktsomhet fra selskapets side når man gjennomfører emisjoner og da spesielt når man velger en rettet emisjon med påfølgende reparasjonsemisjon som også har en betinget ex dato. På bakgrunn av den manglende kontakten med børsen for å avklare om selskapet kunne tilsidesette bestemmelsen i LF 11.3 så er det vår oppfatning at selskapet har brutt god børsskikk jfr. børsforskriften § 14 og LF 2.2 fordi dette fikk de følgekonsekvensene som er beskrevet ovenfor.

Oslo Børs ønsker med dette brevet å gi RECen tilbakemelding på de undersøkelser og vurderinger vi har foretatt i anledning saken og børsen har med dette brev avsluttet undersøkelsen.

Brevet vil ikke bli offentliggjort, men kan brukes i publikasjonen "Vedtak og Uttalelser" som veiledning for markedet.

4.1.2 Notering av fortrinnsretter i forbindelse med fortrinnsrettsemisjon – likebehandling (e-post av 01.03.2013)

E-post fra Oslo Børs 01.03.2013:

Takk for tilbakemelding med nærmere informasjon om Dannemora Mineral AB («Dannemora») og selskapets planlagte fortrinnsrettsemisjon.

Basert på telefonsamtale og øvrig korrespondanse i saken legger børsen følgende til grunn:

Dannemora har B-aksjer notert på Oslo Axess, samt på markedsplassen Nasdaq OMX First North i Sverige. Dannemoras aksjeeierregister føres i Euroclear Sverige, mens et underregisterer føres gjennom kontofører utsteder i VPS. Underregisteret i VPS viser investorers rettigheter til underliggende aksje («VPS depotbevis»), slik til enhver tid kreditert kontofører-utstedeers depotbank i Euroclear Sverige.

Det er per i dag innført 41 investorer i underregisteret i VPS som eiere av VPS depotbevis («VPS depotbevisiere»), mens det i alt vesentlige av selskapets investorer har sitt innehav registrert direkte i Euroclear Sverige. VPS-depotbevisiere eier VPS depotbevis tilsvarende 232 164 aksjer, som utgjør ca. 1,6 % av de totalt 14 160 400 utestående B-aksjene i selskapet.

Dannemora har innkalt til ekstraordinær generalforsamling for vedtakelse av utstedelse av inntil 19 200 500 B-aksjer gjennom en fortrinnsrettsemisjon. Tegningsrettene i fortrinnsrettsemisjonen vil krediteres berettigede aksjonærs konti i Euroclear Sverige. Det antas at Dannemora vil kreditere i VPS retter til underliggende tegningsretter («VPS-rettene»), på grunnlag av tegningsretter kreditert kontofører-utstedeers depotbank i Euroclear Sverige.

Dannemora vil besørge notering av tegningsrettene på First North i Sverige. Dannemora ønsker derimot ikke å notere VPS-rettene på Oslo Axess. Årsaken er det det lave antall depotbevis registrert i VPS. Dannemora er av den oppfatning at notering av VPS-rettene på Oslo Axess vil pådra selskapet

uforholdsmessige kostnader da det etter all sannsynlighet vil bli liten handel av VPS-rettene på Oslo Axess.

Spørsmålet er om det vil være i strid med likebehandlingsregelen i Løpende Forpliktelser pkt. 2.1 jf. vphl. § 5-14 om Dannemora kun besørger notering av tegningsrettene på First North, og at VPS-rettene ikke tas opp til notering på Oslo Axess.

Oslo Børs er av den oppfatning at likebehandlingsregelen i Løpende Forpliktelser pkt. 2.1 ikke er til hinder for at Dannemora, i dette tilfellet, unnlater å besørge notering av VPS-rettene på Oslo Axess. Ved denne vurderingen har Oslo Børs lagt vekt på at likviditeten i VPS-rettene, om notert, trolig vil være svært begrenset. Om VPS-depotbeveierne ønsker å selge VPS-rettene kan dette gjøres over First North ved å instruere kontofører-usteder. VPS-depotbeveierne vil videre ha rett til å utøve tegningsretter som registreres i Euroclear Sverige på depotbankens konto. Oslo Børs forutsetter at innehavet av nye aksjer som følge av slik utøvelse underregistreres i VPS.

Oslo Børs kan ikke se at det fremgår opplysninger om at rettene ikke vil noteres på Oslo Axess i innkallingen til generalforsamlingen. Børsen anser dette som noe uheldig da det må antas å være relevant informasjon for de berørte VPS depotbeveiere. Det forutsettes imidlertid at det vil bli gitt informasjon om forholdet før det stemmes over forslaget på generalforsamlingen. Oslo Børs forutsetter videre at prospektet som skal utstedes i forbindelse med fortrinnsrettsemisjonen inneholder en klar beskrivelse av hvordan aksjeeierne som er underregistrert i VPS skal gå frem for å utøve eller selge sine tegningsretter.

4.1.3 Rettet emisjon i Norwegian Energy Company (brev av 21.11.2013)

Det vises til Norwegian Energy Companys («Noreco» eller «Selskapet») svar 31. oktober, 7. november og sist av 18. november 2013 på børsens henvendelser om gjennomføring av rettet emisjon med utstedelse av 4,3 milliarder nye aksjer til tegningskurs NOK 0,1 per aksje.

Selskapet hadde utover høsten 2013 både et kapitalbehov og et behov for å refinansiere obligasjonslån som kom til forfall mot slutten av året. Selskapets rådgivere mente det var umulig å gjennomføre en fullt garantert fortrinnsrettsemisjon ettersom store aksjonærer ikke var villig til å garantere i en slik transaksjon. En ugarantert fortrinnsrettsemisjon var etter rådgivernes oppfatning ikke tilrådelig. Selskapets styre anså derfor en rettet emisjon med påfølgende reparasjonsemisjon som det beste og eneste mulige alternativ for å sikre videre drift for Selskapet.

For å sikre fundament for den rettede emisjonen, ble selskapets tre største aksjonærer, IKM Industri-Invest AS («IKM»), Sabaro Investments Ltd («Sabaro») og Lyse Energi AS («Lyse»), forespurt om de var villige til å delta og forhåndskommitere seg før offentliggjøring. IKM og Sabaro var villig til å forhåndstegne seg i emisjonen, mens Lyse ville stemme for en slik transaksjon, men ikke delta med ny kapital. Det ble imidlertid satt konkrete vilkår fra Sabaro og IKM for forhåndstegningen. Det ble etter en behandling i Selskapets styre, vedtatt å gjennomføre en rettet emisjon og at de to nevnte aksjonærer kunne forhåndstegne for henholdsvis MNOK 139 og MNOK 100 i en rettet emisjon på MNOK 400. Eier av IKM og styreleder i Noreco, Ståle Kyllingstad, deltok i det aktuelle styremøtet. Den forpliktende forhåndstegningen ble gjort til en kurs på NOK 0,1 per aksje, mens børskursen på det aktuelle tidspunktet var ca. NOK 1,4.

Transaksjonen ble gjennomført som en book-building hvor kursen i boken ble satt til NOK 0,1. Ifølge opplysninger fra Selskapet ga kurs NOK 0,11 kun 48 % dekning i boken.

Oslo Børs har vurdert saken opp mot det verdipapirrettslige likebehandlingsprinsippet i verdipapirhandelloven § 5-14. Bestemmelsen inneholder et forbud mot forskjellsbehandling som ikke

er saklig begrunnet ut fra selskapets og aksjonærfellesskapets interesse. Finanstilsynet fører tilsyn med overholdelse av likebehandlingsregelen, men det er ingen sanksjonshjemmel knyttet til denne bestemmelsen. Børsen har imidlertid inntatt en identisk regel om likebehandling i sine løpende forpliktelser pkt. 2.1, og kan dermed gi overtredelsesgebyr ved vesentlige overtredelser, jf. løpende forpliktelser pkt. 15.4. Børsen har i tidligere saker uttrykt at man som utgangspunkt ikke vil overprøve selskapets vurdering av rimelighet eller saklighet, og i tilfelle bare dersom forskjellsbehandlingen er klart usaklig, grovt urimelig eller det er tatt utenforliggende hensyn.

Oslo Børs har innhentet informasjon fra Selskapet i flere omganger. Selskapet vurderer selv forskjellsbehandlingen som den rettede emisjonen med påfølgende reparasjonsemisjon innebærer, til å være saklig begrunnet ut fra selskapets og aksjonærfellesskapets interesser. På bakgrunn av den informasjon Oslo Børs har mottatt fra Selskapet om omstendighetene rundt den aktuelle emisjonen, har børsen kommet til at det ikke foreligger forskjellsbehandling av slik karakter at det er grunnlag for børsen til å overprøve Selskapets vurdering.

Børsen har i kommunikasjonen med Selskapet stilt spørsmål rundt enkelte styremedlemmers habilitet i forbindelse med vedtakelsen av den rettede emisjonen. Bakgrunnen for dette er at styrets saksbehandling og habilitet etter børsens oppfatning har en klar side til vurderingen av likebehandlingsspørsmålet. Et moment i vurderingen av om det foreligger usaklig forskjellsbehandling er om det er tatt utenforliggende hensyn. Det er en større risiko for at et styre opptrer vilkårlig eller legger vekt på utenforliggende hensyn i et tilfelle hvor styremedlemmer som deltar i behandlingen må anses å ha fremtredende personlige eller økonomiske særinteresser i saken. I behandlingen av saker som innebærer en forskjellsbehandling av aksjonærer, og som derfor har en side til likebehandlingsprinsippet, bør styret derfor være seg særlig bevisst at saken behandles på en forsvarlig og uhildet måte. I dette ligger etter vår oppfatning at styret i forkant av styrebehandlingen aktivt bør ta stilling til om noen av medlemmene har en spesiell interesse i saken som tilsier inhabilitet. Dette synes ikke å ha vært gjort i forbindelse med Noreco-styrets behandling av den aktuelle emisjonen.

Børsen har imidlertid mottatt en redegjørelse fra selskapets rådgivere som konkluderer med at ingen av de involverte i styret, herunder styreleder Kyllingstad, hadde en spesiell interesse i saken som kunne begrunne inhabilitet. I forhold til de konkrete juridiske betraktninger som fremkommer av den nevnte redegjørelsen ønsker børsen å bemerke at det i spørsmålet om det er grunnlag for inhabilitet nødvendigvis er forskjell på vedtakelsen av en fortrinnsrettsemisjon med forholdsmessig fortrinnsrett for alle aksjonærer som følger aksjelovenes normalfordeling og vedtakelsen av en rettet emisjon mot enkelte styremedlemmer. Videre er vår forståelse at det neppe kan oppstilles krav om at det må foreligge en direkte interessemotsetning mellom særinteressen til det enkelte styremedlem og selskapets interesse for at det skal oppstå inhabilitet. Det er i henhold til rettspraksis tilstrekkelig at den aktuelle interessen er spesiell og av en slik styrke at den er egnet til å påvirke styremedlemmets standpunkt i saken. For øvrig tar børsen redegjørelsen og konklusjonen om samtlige styremedlemmers habilitet til etterretning, og vil med dette avslutte sine undersøkelser i saken.

Det gjøres oppmerksom på at Oslo Børs kan benytte dette brevet som veiledning til andre markedsaktører.

4.2 Løpende informasjonsplikt mv

4.2.1 Vedtak om overtredelsesgebyr

4.2.1.1 Børsklagenemndens sak 1/2013: Intex Resources ASA – overtredelse av løpende informasjonsplikt

Avgjørelse 16. april 2013 av klage fra Intex Resources ASA over Oslo Børs ASAs vedtak 30. januar 2013 om å ilegge Intex Resources ASA overtredelsesgebyr for brudd på plikten til å melde insideinformasjon til markedet etter verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd.

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Oslo Børs ASA («Oslo Børs» eller «børsen») fattet 30. januar 2013 vedtak («vedtaket») med slik konklusjon:

For brudd på plikten til å melde insideinformasjon til markedet etter verdipapirhandelloven § 5-2 (1), ilegges Intex Resources ASA et overtredelsesgebyr på 3 ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 420 000 kroner, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd og § 15-1, jf. verdipapirforskriften § 13-1.

Intex Resources ASA («klager», «Intex» eller «selskapet») representert ved Advokatfirmaet Thommessen AS påklaget vedtaket i brev 13. februar 2013. Klagen er rettidig fremsatt. Oslo Børs utsatte vurdering av klagen til 20. mars 2013 med hjemmel i børsforskriften § 37 åttende ledd.

Styret i Oslo Børs behandlet klagen i møte 20. mars 2013 og fant ikke grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble ved brev 20. mars 2013 oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 16. april 2013. Ved behandlingen deltok Bjørg Ven (leder), Knut Bergo (nestleder), Trygve Bergsåker, Espen Klitzing, og Jøril Mæland.

2. Kort om selskapet og Mindoro-prosjektet på Filippinene

Intex-konsernet driver letevirksomhet og utvikling av mineraler og metaller. Hovedkontoret er i Oslo. Selskapets strategi er å oppdage og utvikle mineralforekomster for kommersiell utnyttelse av gruveselskaper.

Selskapet ble notert på Oslo Børs som Mindex ASA i 1996. Selskapets viktigste eiendel er Mindoro Nickel – en nikkellaterittforekomst på øya Mindoro på Filippinene. I tillegg har selskapet leteprosjekter etter molybden i Hurdal (Norge). Styreleder er Jan Vestrum og daglig leder er Jon Steen Petersen.

3. Sakens bakgrunn

Før børsåpning 5. januar 2012 offentliggjorde Intex en børsmelding hvor det fremgikk at selskapet hadde inngått en «Memorandum of Understanding» (omtalt som «MoUen» eller «intensjonsavtalen») med det kinesiske selskapet MCC8 Group Co. Ltd. («MCC8») om utvikling av selskapets nikkelprosjekt på Mindoro.

Det følger av selskapets børsmelding 5. januar 2012 at «[u]nder the MOU, MCC8 will be granted a Project Management Contract (PMC) and will form a consortium to undertake project finance,

identity a project operator, evaluate EPCM contract options, structure off-take, and complete the Definitive Feasibility Study (DFS) for staged project construction».

Som kompensasjon ville MCC8 og strategiske partnere få en opsjon på å kjøpe inntil 90 % av Mindoro Nickel, i en trinnvis prosess, for totalt USD 296 millioner dollar. Ifølge børsmeldingen ville Intex beholde 10 % selv og ha opsjon på å kjøpe tilbake ytterligere 10 % for inntil USD 60 millioner etter fullføring av prosjektet.

Børsmeldingen 5. januar 2012 førte til at aksjekursen i Intex steg 67,8 % i løpet av dagen.

Den 4. mai 2012, før børsåpning, meldte selskapet ved børsmelding at «the MOU signed with MCC8 Group Co Ltd (MCC8) on January 4th 2012 was converted to a Project Management Contract (PMC) during a ceremony in Beijing on May 3rd 2012». Aksjekursen steg 5,1% interdag som følge av meldingen.

Oslo Børs kontrollerte rutinemessig omstendighetene for kursutviklingen i forbindelse med meldingen fra selskapet 5. januar 2012 om signering av MoU med MCC8. Børsen var ikke underhånden informert om forhandlingene som ledet frem til avtalen, og børsen sendte derfor 10. januar 2012 en forespørsel til Intex og ba om en redegjørelse for prosessen og innsidelister. Selskapet ble også bedt om å vurdere på hvilket tidspunkt de mente informasjonen var å anse som innsideinformasjon. Intex svarte i e-post 12. januar 2012 at «13. desember 2011 anses som datoen hvor informasjonen ble så konkret at den kunne oppfattes som innsideinformasjon».

Børsen gikk etter dette videre i sine undersøkelser. ØKOKRIM startet etterforskning relatert til handel i forbindelse med meldingen fra selskapet om MoUen parallelt med Oslo Børs informasjonspliktsundersøkelser i starten av 2012. På anmodning fra ØKOKRIM stilte børsen sine undersøkelser i bero frem til primo juni 2012.

6. juni 2012 rettet børsen en ny forespørsel til selskapet og ba bl.a. om en nærmere forklaring på hvorfor selskapet ikke hadde varslet børsen om prosessen når en selv oppga at det forelå innsideinformasjon i selskapet fra 13. desember 2011.

I svarbrev 14. juni 2012 fra selskapets advokat anføres bl.a. at Intex' egen umiddelbare vurdering av skjønsmessige lovbestemmelser om innsideinformasjon ikke kan vektlegges i børsens senere anvendelse av bestemmelsen, at det samlet sett var stor usikkerhet knyttet til om transaksjonen beskrevet i MoUen skulle gjennomføres, og at det ikke forelå innsideinformasjon i selskapet før signering av MoUen 4. januar 2012.

Børsen ba ved e-post 22. juni 2012 om ytterligere presiseringer fra selskapet og en mer detaljert kronologisk beskrivelse av samtaler med forskjellige parter i forbindelse med salg/utvikling av Mindoro Nickel. Børsen ba også om relevante styreprotokoller og annen dokumentasjon som var egnet til å belyse saken.

I svarbrev 13. juli 2012 fra selskapet representert ved Advokatfirmaet Thommessen ble det bl.a. redegjort nærmere for de faktiske forhold og bakgrunnen for at det etter selskapets oppfatning ikke forelå innsideinformasjon før 4. januar 2012.

Børsens foreløpige syn på saken ble oversendt selskapet 9. november 2012 for kontradiksjon, med forhåndsvarsel om mulig sanksjon. Selskapets advokat kommenterte forhåndsvarselet i svarbrev 26. november 2012.

Det følger av vphl. § 5-2 første ledd at:

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

Vphl. § 3-2 første til tredje ledd definerer «innsideinformasjon» og 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.

Oslo Børs kan ilegge overtredelsesgebyr etter vphl. § 17-4 tredje ledd ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av vphl. § 5-2, jf. vphl. § 15-1 jf. verdipapirforskriften § 13-1.

5 Børsens vedtak

Børsen fattet 30. januar 2013 vedtak som referert under punkt 1.

5.1 Utgangspunkt

Børsen oppstiller følgende utgangspunkt for sin drøfting:

For å kunne konkludere i spørsmålet om Intex har brutt sin informasjonsplikt, jf. vphl. § 5-2, må det vurderes om prosessen relatert til selskapets inngåelse av en MoU med MCC8 utgjorde innsideinformasjon som definert i vphl. § 3-2, før dette ble offentliggjort ved børsmelding av 5. januar 2012. Spørsmålet er da om, og i så tilfelle på hvilket tidspunkt, informasjon om forhandlingene utgjorde presise opplysninger som var egnet til å påvirke kursen merkbart. At informasjonen når den ble meddelt markedet var innsideinformasjon er ikke bestridt.

5.2 Presise opplysninger

Børsen mener at forhandlinger om en intensjonsavtale *kan* være meldepliktig i seg selv, og at vurderingen av om informasjon om slike forhold er innsideinformasjon eller ikke, vil måtte vurderes konkret og i relasjon til selskapets situasjon og faktiske forhold.

Børsen omtaler bl.a. Daimler-saken, en avgjørelse fra EU-domstolen 28. juni 2012 (sak C-19/11) som klager viser til i sitt brev 13. juli 2012, og anfører bl.a. at «Børsen kan ikke se at avgjørelsen foranlediger en endring i børsens praksis og legger som tidligere til grunn at meldepliktig innsideinformasjon kan bygges over tid og trinnvis og at trinn i prosesser kan være presis informasjon der de skaper en realistisk forventning om at målet vil bli nådd. En slik forståelse er i tråd med børsens tidligere avgjørelser, rettspraksis og i overensstemmelse med europeisk rett. Normen er

streng og det skal lite til der selskapet klart har gitt uttrykk for sine ambisjoner i kommunikasjon med markedet (guiding)».

Når det gjelder vurderingen av om det foreligger «presise opplysninger» i forliggende sak mener børsen at «spørsmålet er på hvilket tidspunkt det er en realistisk mulighet for at prosessen med MoUen ville medføre en inngåelse av en intensjonsavtale. Dette er en konkret vurdering».

Børsen omtaler korrespondansen mellom MCC8 og selskapet i perioden fra medio desember 2011 og frem til signering av MoU 4. januar 2012, samt selskapets initielle beskrivelse av forholdet, og anfører bl.a. at:

For børsen fremstår tiden før jul og romjulen 2011 som en periode der de forskjellige skritt i prosessen mot signering fremtrer stadig klarere. På dette tidspunkt var hovedlinjene i avtalen utarbeidet bl.a. kontakter MCC8 selskapet direkte og viser til at man har en omerindret forståelse. Partene bekrefter tidspunkt for signering og MCC8 foreslår ett program for besøket i Kina.

Etter børsens vurdering «må det senest den 23. desember 2011 fremstå som en realistisk mulighet for selskapet at avtalen ville kunne signeres. Man er kjent med hovedstrukturen i avtalen, motparten har uttrykket enighet, reisen er planlagt og ett foreløpig program for besøket er skissert» og børsen uttaler videre at:

Børsens vurdering må sees i lys av at selskapet i flere år forut regelmessig har kommunisert sin intensjon om kapitalisering av prosjektet, og med det bygget opp og gitt markedet en naturlig forventning om det samme. Man har i sine kvartalsrapporter klart kommunisert sin ambisjon og anstrengelser for å realisere planene. Når man den 23. desember 2011 kjenner motpartens ståsted er noe av risikoen for selskapet redusert.

Det at partene ønsker å inngå ett samarbeid er avgjørende. Samarbeidsønsket kan gi uttrykk for ett strategisk standpunkt. Det er heller ikke nødvendig at direkte konkrete konsekvenser av avtalen beskrives, intensjon og god vilje vil kunne være innsideinformasjon etter en konkret vurdering.

Sentralt i vurderingen er at man ikke lenger kun kan spekulere i en avtaleinngåelse mellom en eller flere generelt beskrevne partnere. Satt på spissen, dog noe teoretisk, ville vurderingen om selskapets brudd på meldeplikten til markedet i vår sak vært tilsvarende selv om man ikke hadde nådd enighet med MCC8 og signert avtalen den 4. januar 2012.

Det faktum at selskapet også hadde andre interessenter har etter børsen syn ikke betydning for vurderingen i relasjon til den konkrete avtaleprosessen med MCC8 og utelukker ikke at signering med MCC8 var en realistisk mulighet for Intex. Samtidig har selskapet selv på dette tidspunkt konkludert med at MCC8 er den foretrukne partneren.

5.3 Kurspåvirkningspotensial

Børsens skriver innledningsvis at «[s]pørsmålet om, og i så tilfelle på hvilket tidspunkt, opplysningene om prosessen hadde et merkbart kurspåvirkningspotensial kan også formuleres som et spørsmål om og i så tilfelle på hvilket tidspunkt det var sannsynlig at en fornuftig investor ville benytte opplysningene som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning».

Børsen viser videre til Høyesteretts dom 23. april 2012 (Guldbrandsen-saken) og anfører at «[d]et er med andre ord tilstrekkelig med sannsynlighetsovervekt for at en fornuftig investor ville lagt vekt på informasjonen som del av sitt beslutningsgrunnlag».

Børsen redegjør for Mindoro-prosjektets betydning for selskapet, og anfører bl.a. at «[u]tviklingen av forhandlingene og nyheter knyttet til dette, positive eller negative, direkte eller indirekte, er generelt svært kurssensitivt for selskapet» og at «[i] vår sak, der MoUen relateres til selskapets viktigste prosjekt og til markedet klart kommuniserte ønske om kapitalisering, er børsen ikke i tvil om at en intensjonsavtale om samarbeid om utvikling av Mindoro prosjektet med ett villig kinesisk statskontrollert selskap er innsideinformasjon, selv om praktiske konsekvenser av intensjonen gjenstår. Dette vil etter børsens syn også kunne gjelde i de tilfeller intensjonsavtalen faller bort og ikke resulterer i en konkret avtale. Situasjonen skal vurderes slik den foreligger løpende i selskapet og ikke i ettertid».

Børsen gir uttrykk for at den, basert på de opplysninger selskapet har gitt om forhandlingene med ulike aktører, har funnet det vanskelig å tidfeste på hvilket tidspunkt selskapet tidligst hadde meldepliktig innsideinformasjon og skriver at:

Likevel, når det gjelder vurderingen av om selskapet har brutt plikten til umiddelbart å offentliggjøre innsideinformasjon, jf. vphl. § 5-2, legger børsen til grunn at det er tilstrekkelig å vise til det tidspunktet børsen senest anser at det forelå slik meldepliktig informasjon.

Etter børsens syn representerer den 23. desember 2011 ett av flere mulige skjæringspunkt i vurderingen av om status i forhandlingene utgjorde innsideinformasjon i verdipapirlovens forstand. I denne vurderingen vektlegger børsen at detaljnivået i forhandlingene den 23. desember 2011 fremstår som så konkrete at;

- selskapet med rimelighet kunne forvente en avtaleinngåelse og at det er sannsynlig at en fornuftig investor ville ha vektlagt dette i sin investeringsbeslutning.
- en slik investor med kunnskap om status i forhandlingene den 23. desember 2011 ville ha ett klart informasjons fortrinn i forhold til andre aktører i markedet.

Samlet sett legger børsen derfor til grunn at selskapet senest den 23. desember 2011 hadde klare nok holdepunkter til å kunne forvente at MoUen skulle signeres før den faktisk ble det, den 4. januar 2012. Senest den 23. desember 2011 forelå det for selskapet meldepliktig innsideinformasjon og selskapet har overtrådt vphl. § 5-2 ved ikke å offentliggjøre innsideinformasjonen straks.

5.4 Utsatt offentliggjøring

Børsen viser til at selskapet mener det ikke har hatt en situasjon der utsatt offentliggjøring ville være relevant, men børsen bemerker likevel at «det for børsen synes klart at forhandlingene i den aktuelle slutfasen med MCC8 ville ha falt inn under unntaket om man i forkant av signeringen hadde iverksatt utsatt offentliggjøring. jfr. vphl. § 5-3». Børsen opplyser at den bruker systemet med utsatt offentliggjøring med intensivt overvåkning av handel i instrumenter hvor utstederne er i kurssensitive prosesser som ikke er allment kjent, og der man av hensyn til selve forhandlingenes fremdrift eller utfall ikke kan melde informasjonen umiddelbart til markedet. Børsen viser til at handel knyttet til foreliggende sak har vært gjenstand for undersøkelser om markedsmissbruk fra politi og påtalemyndighet, og anfører at det «forebyggende aspektet ved å benytte regimet ved utsatt offentliggjøring derfor er relevant i vår sak», men at «slik forebyggende overvåkning var ikke mulig da forholdet ikke var underhånden meldt til markeds plassens overvåkningsavdeling».

5.5 Sanksjon

Børsen har ved utmåling av sanksjon sett hen til avgjørelser i liknende saker. Børsen bemerker at «det ved vurderingen av utmåling, i denne saken, særlig er sett hen til det som må betegnes som en kraftig kursutvikling ved meldingen og at perioden der markedet har vært uten informasjon må betegnes som relativ lang».

Børsen skriver at den ikke har hensyntatt at selskapet ville hatt grunnlag for utsatt offentliggjøring, og viser til at «[d]ette kan isolert sett vurderes som formildende, men også som skjerpene da intensivt overvåkning ikke var iverksatt da forholdet ikke var underhånden meldt til markedsplassens overvåkningsavdeling».

I formildende retning har børsen tatt hensyn til at «saken i faktum fremstår som omfattende».

Etter en totalvurdering kommer Oslo Børs til at overtredelsesgebyret passende settes til 3 ganger årlig kursnoteringsavgift (2012) lik 420 000 kroner.

6. Klagers anførsler

Selskapets anførsler i klagen 13. februar 2013 er i hovedtrekk som følger:

6.1 Utgangspunkt

Klager mener børsen har benyttet feil juridisk norm når den legger til grunn at selskapets løpende informasjonsplikt inntreer samtidig med forbudet mot å misbruke innsideinformasjon, det vil si samtidig med at det oppstår innsideinformasjon i selskapet. Klager mener selskapets informasjonsplikt ikke utløses før det faktisk ble signert en intensjonsavtale, og at dette følger av at EU-reglene, som norske regler om løpende informasjonsplikt bygger på, ikke pålegger slik informasjonsplikt om forhold og omstendigheter som *faktisk ikke har inntrådt*.

Subsidiært – selv om man legger til grunn at informasjonsplikten også omfatter *usikre og fremtidige begivenheter* («innsideinformasjon») – anfører klager at det ikke forelå innsideinformasjon i denne saken før intensjonsavtalen med MCC8 ble inngått på kvelden 4. januar 2012, og at selskapet derved oppfylte sin informasjonsplikt ved at avtalen ble offentliggjort før børsens åpningstid 5. januar 2012.

6.2 Løpende informasjonsplikt – angivelse av rettslig norm

Klager viser til at børsen i denne saken, og sin praksis for øvrig, har lagt til grunn at utstederselskapets løpende informasjonsplikt inntreer samtidig som det oppstår «innsideinformasjon» i selskapet, jf. vphl. § 5-2 som pålegger utsteder å «uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder». Klager skriver at «[d]e uheldige konsekvenser dette kan ha for utstedere med legitime grunner til å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon, er søkt avhjulpet av en liberal tolking av reglene om utsatt offentliggjøring i vphl. § 5-3».

Klager anfører at «børsens innfallsvinkel bygger på en feil lovforståelse».

Klager viser til at de norske reglene gjennomfører EØS-regler som svarer til 2003/6/EF (markedsmisbrukdirektivet) og dets utfyllende rettsakter, og skriver at «[f]or å finne frem til riktig forståelse av norsk rett på dette punktet, er det derfor nødvendig å finne frem til riktig forståelse av EU/EØS-reglene som ligger bak de norske reglene».

Klager viser deretter til at markedsmisbruksdirektivet artikkel 1(1) definerer begrepet insideinformasjon, og at begrepet er det samme i relasjon til både handleforbudet (artikkel 2(1)) og utsteders løpende informasjonsplikt (artikkel 6(1)), men at:

I rammedirektivet er det imidlertid en sentral forskjell i forhold til det tidspunktet hhv handleforbudet og informasjonsplikten inntreer. Mens handleforbudet er absolutt og forbyr enhver handel av personer med insideinformasjon, inntreer utsteders informasjonsplikt kun "as soon as possible". Begrepet er noe feilaktig oversatt til "umiddelbart" i norsk rett, men det fremgår av forarbeidene at man ikke på dette punktet har ment å innføre en materiell innstramning i forhold til direktivet, jf. omtalen av Kredittilsynets høringsnotat i Ot.prp. nr. 12 (2004-05) side 51 venstre spalte.

Betydningen av denne tidsmessige forskjell i inntreden mellom hhv handleforbudet og informasjonsplikten, er nærmere presisert i første kommisjonsdirektiv artikkel 2. Bestemmelsen inneholder nærmere regler om metoder og tidsfrister for utsteders løpende informasjonsplikt ("Means and time-limits for public disclosure of inside information"), og innebærer bl.a. en presisering av hva det ligger i at informasjonsplikten inntreer "as soon as possible". Bestemmelsen lyder som følger:

"Member States shall ensure that issuers are deemed to have complied with the first subparagraph of Article 6(1) of Directive 2003/6/EC where, upon the coming into existence of a set of circumstances or the occurrence of an event, albeit not yet formalised, the issuers have promptly informed the public thereof" (understreket her).

Dette innebærer en særregulering av kravet til "presis" informasjon i forhold til utsteders informasjonsplikt. Ved anvendelsen av definisjonen i forhold til handleforbudet, er det tilstrekkelig at det er "rimelig grunn" til å forvente at visse begivenheter eller omstendigheter inntreer. Ved anvendelsen av definisjonen i forhold til utsteders informasjonsplikt, er det imidlertid et krav om at begivenhetene eller omstendighetene faktisk har intrådt ("coming into existence") eller det kun gjenstår en formalisering av forholdet.

Klager skriver videre at vphl. § 5-2 må tolkes i samsvar med EØS-forpliktelsene «slik at informasjonsplikten først utløses når det aktuelle innholdet faktisk inntreer ("upon the coming into existence") ved tolkningen av vphl. § 5-2 og de tilsvarende bestemmelsene i løpende forpliktelser»

Klager anfører at en slik differensiert inntreden av hhv handleforbudet og utsteders informasjonsplikt støttes av reelle hensyn:

Handleforbudet skal ivareta tilliten til verdipapirmarkedet, ved å forby enkeltinvestorer å handle i noterte finansielle instrumenter mens de innehar prissensitiv informasjon som ikke er offentliggjort til andre aktører i markedet. Dette tilsier at insideinformasjon også omfatter ikke-inntrådte begivenheter som kan danne grunnlag for misbruk av informasjonen. Utsteders løpende informasjonsplikt skal sørge for at investorer har et best mulig beslutningsgrunnlag for sine investeringsbeslutninger i tilknytning til utsteders noterte finansielle instrumenter. Dette hensynet tilsier at man ikke gir melding om enhver begivenhet eller omstendighet som eventuelt kan inntre en gang i fremtiden, men at informasjonen gis når begivenheten eller omstendigheten faktisk inntreer (eller kun formaliteter gjenstår). En annen regel vil gi markedet misvisende informasjon, og en løpende informasjonsplikt om vage og potensielle begivenheter vil etter omstendighetene legge til rette for markedsmanipulasjon. Det er for eksempel ikke tvilsomt at utbredelse av opplysninger om forhandlinger på et tidlig stadium av en skrittvis prosess, etter

omstendighetene kan være egnet til å "gi falske, uriktige eller villedende signaler om finansielle instrumenter", jf. vphl. § 3-8 annet ledd nr. 3. Det vises i den anledning til uttalelser fra ESME 6. juli 2007, hvor det bl.a. uttales følgende:

"When an issuer discloses inside information at an early stage in order to comply with MAD, it bears the risk of creating false market expectations and even manipulation in case the inside information does not develop into a real event".

Klager anfører videre at det i Norge har utviklet seg en markedspraksis med «utstrakt bruk av utsatt offentliggjøring for å unngå ovennevnte problem knyttet til "støy" og potensiell markedsmanipulasjon», og klager mener denne markedspraksisen ikke i samsvar med bestemmelsene i vphl. § 5-3 eller de korresponderende bestemmelsene i markedsmisbruksdirektivet artikkel 6(2). Klager anfører at reglene om utsatt offentliggjøring «er ment å gi en snever unntaksadgang fra umiddelbar informasjonsplikt i de tilfeller der informasjonsplikten faktisk er utløst» og viser til at reglene om utsatt offentliggjøring gir usteder en adgang til å «velge» utsatt offentliggjøring i de tilfeller den løpende informasjonsplikten faktisk har inntrådt, jf. vphl. § 5-3. Klager hevder at dersom reglene om utsatt offentliggjøring var ment å avhjelpe negative konsekvenser av en for tidlig informasjonsplikt til markedet, ville terskelen for å bruke utsatt offentliggjøring (slik de fremgår av første kommisjonsdirektiv) vært vesentlig lavere og reglene ville vært uformet som en pliktregel, og en slik pliktregel vil være i strid med ordlyden i vphl. § 5-3 og en klar direktivbestemmelse.

Klager mener at å tolke informasjonsplikten slik at den utløses der det «foreligger faktisk inntrådte forhold (eller kun formaliteter gjenstår)», støttes både av reelle hensyn og direktivbestemmelsene som den norske bestemmelsen bygger på, og at en slik tolking «skaper også harmoni mellom reglene om løpende informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring».

Klager viser til at ovennevnte oppfatninger støttes av nyere juridisk teori, og redegjør for en artikkel publisert 26. desember 2012 av professor dr. juris Jesper Lau-Hansen («The Hammer and the Saw – A short critique of the disclosure regime in the recent compromise proposal for a market abuse regulation»).

Etter det klager har fått opplyst, er en tilsvarende forståelse av forholdet mellom markedsmisbruksdirektivet artikkel 6(1) og første kommisjonsdirektiv artikkel 2(2) lagt til grunn i flere andre EU/EØS-land, herunder Spania, Italia, Frankrike og Danmark.

Klager konkluderer med at «[f]or det tilfellet at Børsklagenemnden er enig i at utsteders informasjonsplikt utløses når en omstendighet eller begivenhet rent faktisk har inntrådt eller kun formaliteter gjenstår (undertegning av MOUen i vårt tilfelle), vil selskapet ikke ha noen informasjonsplikt overfor børsen før MOUen ble undertegnet 4. januar 2012, jf. første kommisjonsdirektiv artikkel 2(2). Dette gjelder selv om Børsklagenemnden skulle mene at det har oppstått insideinformasjon i selskapet forut for dette».

6.3 Når oppsto «insideinformasjon» i forhandlingene med MCC8

6.3.1 Presisering av problemstilling

Klager skriver at:

For det tilfellet at Børsklagenemnden mener at utsteders informasjonsplikt utløses med det samme det oppstår insideinformasjon i selskapet – dvs allerede når det forelå "rimelig grunn" til å vente at en omstendighet eller begivenhet skulle inntre og ikke når den faktisk

inntre - fastholdes vår anførsel om at det i foreliggende sak uansett ikke oppsto innsideinformasjon i selskapet før MOUen faktisk ble undertegnet 4. januar 2012.

Under nevnte forutsetning mener klager at det relevante rettslige spørsmålet er når det forelå en «rimelig grunn til å forvente» at det ville inngås en MoU med MCC8.

Klager anfører at «[e]tter klargjøringen av dette vurderingstemaet i Daimler-saken er spørsmålet mer konkret å avklare når det forelå en “realistisk mulighet” for at en MOU med MCC8 ville inngås før MOUen var signert, basert på blant annet tidligere erfaringer med tilsvarende prosesser».

Klager viser herunder til generaladvokatens uttalelse i EU-domstolens avgjørelse i Daimler-saken om at vurderingen beror på om «previous similar experiences» i slike situasjoner tilsier at man med rimelighet kan forvente at omstendigheten/begivenheten skal inntre denne gangen. Klager viser også til ovennevnte artikkel av dr. juris Jesper Lau-Hansen.

Klager erkjenner at enkeltskritt i en trinnvis prosess hver for seg kan anses som innsideinformasjon, men at spørsmålet om det foreligger «rimelig grunn til å forvente» må vurderes konkret i det enkelte tilfellet, og at det i en slik vurdering er relevant å legge vekt på at «forhandlinger om intensjonsavtaler av denne typen erfaringsmessig er gjenstand for omfattende og reelle diskusjoner frem til faktisk signering».

Klager nevner også at børsen i sitt vedtak «trekker en parallell til at reglene om usteders informasjonsplikt er særlig streng i de tilfeller utsteder på forhånd har gitt uttrykk for sine ambisjoner i kommunikasjon med markedet (guiding)». Klager anfører at de ikke kan se at en parallell til reglene om guiding er relevant i denne saken, og viser herunder til at det i foreliggende sak ikke oppsto et avvik i forhold til tidligere opplysninger men at «tvert i mot var kontakten med MCC8 og de andre potensiell asiatiske partene full ut i samsvar med det selskapet hadde kommunisert i lengre tid til markedet gjennom presentasjoner og kvartalsrapporter».

6.3.2 Intex' tidligere erfaring med tilsvarende prosesser

Klager opplyser at Intex i 2010 iverksatte en strategisk prosess med sikte på salg av Mindoro-gruven og henvendte seg til 62 selskaper, men at salgsprosessen ikke ledet til konkrete avtaler/tilbud. Videre skriver selskapet at første halvår 2011 ble benyttet til å gjennomføre ny strategi for utviklingen av Mindoro-gruven, og at selskapet ønsket å få inn en tredjepart, dels fordi videreutvikling av Mindoro er teknisk krevende, og dels fordi det var nødvendig med ekstern finansiering for å løfte prosjektet videre. Selskapet opplyser videre at arbeidet overfor potensielle investorer og samarbeidspartnere fortsatte inn i annet halvår 2011, og at 21. november 2011 var selskapet konkret i kontakt med [...]. Selskapet redegjør for prosessen overfor disse selskapene.

Klager gir følgende oppsummering:

For det første har selskapet per november 2011 opparbeidet betydelig erfaring med diskusjoner og forhandlinger med asiatiske gruveoperatører. Det har siden 2010 vært i kontakt med i underkant av hundre aktører i den internasjonale metallindustrien, og det kjenner de fleste aktørene i markedet relativt godt. Denne erfaringen er direkte relevant ved vurderingen av når det oppsto et “realistic prospect” for at det ble inngått en MOU med MCC8.

[...]

6.3.3 Gjennomgang av de enkelte skritt i prosessen overfor MCC8

Klager viser innledningsvis til en redegjørelse 12. februar 2013 utarbeidet av selskapets rådgiver Emerging Asia Capital («EAC») og vedlagt klagen, som beskriver prosessen frem mot signering av MoU med MCC8 4. januar 2012. Klager anfører at denne redegjørelsen «synes å bekrefte selskapets tidligere beskrivelse av prosessen, og tydeliggjør at det ikke forelå noen realistisk mulighet for at MOU skulle inngås før den faktisk ble underskrevet»

Klager viser videre til at det i perioden fra 13. desember til 23. desember 2011 pågikk «en del grunnleggende avklaringer om hva som eventuelt skal reguleres i en MOU, uten at det er oversendt utkast til en MOU fra selskapet til MCC», og at det herunder ble diskutert forhold som hvem som skal være parter i en eventuell avtale, hvorvidt avtalen skal regulere fremtidig finansiering, og Jinchuans rolle i MOUen mv. [...] Klager viser til dokumentasjon av denne korrespondansen i sitt brev 13. juli 2012 og til redegjørelsen fra EAC. Klager mener også at enkelte deler av børsens faktumbeskrivelse for denne perioden krever presisering, herunder anfører klager at det er upresist når børsen under henvisning til e-post fra EAC til Jan Vestrum 13. desember 2011 uttaler at selskapet «tar sikte på å kunne undertegne MOU med MCC8»[...]. Klager påpeker for øvrig at børsen gjør et «poeng ut av at selskapet “fører innsidelister” fra 13. desember 2011», og klager anfører at det ikke ble ført innsidelister i selskapet fra 13. desember 2011 eller på noe annet tidspunkt i forkant av signering av MOU 4. januar 2012, og viser til at børsen er kjent med at uttalelsen fra selskapet i e-post til Oslo Børs 13. januar 2012, der selskapets styreleder svarer at «13. desember 2012 anses som datoen hvor informasjonen ble så konkret at denne kunne oppfattes som innsideinformasjon», ble gitt uten at juridisk rådgiver ble konsultert, og klager «legger til grunn at børsen opprettholder sin tidligere vurdering av at denne uttalelsen derfor ikke skal tillegges vekt».

Klager refererer videre e-post 23. desember 2011 fra William He, «President of MCC8», og anfører at det ikke er riktig når børsen mener dette er stadiet det «senest» oppsto innsideinformasjon i selskapet, eller at man på dette tidspunkt «er kjent med hovedstrukturen i avtalen, partene har uttrykt enighet, reisen er planlagt og et foreløpig program for besøket er skissert». Klager beskriver innledningsvis at de reagerer på børsens uttalelse om at det «senest» oppsto innsideinformasjon på dette tidspunktet, og ber børsen grunngi og dokumentere dersom den mener det foreligger faktisk grunnlag for at det har foreligget innsideinformasjon på et tidligere tidspunkt. Klager anfører for det annet at det ikke er riktig at partene var kjent med hovedstrukturen i avtalen eller har uttrykt enighet, og viser herunder til at William He ikke hadde fullmakt til å opptre på vegne av MCC8, Intex hadde ikke gitt uttrykk for noen «enighet», og den 23. desember 2011 hadde ikke engang MCC8 oversendt sine første merknader til utkastet til MOU til EAC/Intex — disse ble først oversendt 26. desember 2011. Klager anfører videre at praktiske forberedelser og planlegging med tanke på at det vil kunne oppnås enighet ikke betyr det samme som at enighet er oppnådd, og for det fjerde [...]. For det femte mener klager det må legges vekt på at det i denne saken gjaldt inngåelse av en intensjonsavtale, og at «i slike preliminære diskusjoner har partene en meget lav terskel for å gå fra hverandre, og dette bør påvirke vurdering av når det oppstår meldepliktig innsideinformasjon i saken». Klager mener også at de må være relevant at det var en intensjon om en fremtidig utviklingsavtale man forhandlet om, som ikke var noe annet enn en avansert «konsulentavtale» mellom selskapet og MCC8. For det sjette mener selskapet at børsen legger uriktig til grunn at MOUen i tiden etter 23. desember 2011 frem til signering 4. januar 2012 «kun er gjenstand for mindre endringer», og mener dette fremgår av den omfattende dokumentasjonen som er framlagt i saken.

Klager refererer hovedpunktene i forhandlingen om MOU fra 23. desember 2011 til 4. januar 2012, herunder at Styret i Intex ble orientert om utviklingen i diskusjonene ved en redegjørelse til styret fra Jan Vestrum i e-post 29. desember 2011 og at «[s]tyreleder gir også selv uttrykk for betydelig

usikkerhet.[...] Det var først etter at styret var blitt orientert om denne prosessen og blitt gitt anledning til å reagere at Vestrum hadde tilstrekkelige fullmakter til å inngå en MOU med MCC8». Videre skriver klager at det på et avgjørende kommersielt punkt – hvem som skulle stå for finansieringen av en oppdatert DFS («*Definitive Feasibility Study*») – ikke var enighet mellom partene før på ettermiddagen 4. januar 2012. Klager opplyser at det herunder ble utvekslet flere forskjellige utkast til MOUer mellom partene hvor blant ordlyden knyttet til DFSen ble endret flere ganger, og i Hong Kong 4. januar fikk Vestrum overlevert et revidert utkast til MoU fra MCC8 der det blant annet var gjort den endring at Intex skulle stå for finansieringen av den oppdaterte DFS og «Vestrum ga klart uttrykk for at det var uaktuelt å inngå MOUen i den formen som var presentert». Klager opplyser videre at avsnittet «...through the consortium members», dvs. en finansieringsplikt av DFS for konsortiet, ble tatt inn rett forut for signering 4. januar 2012. Klager skriver at «[i] lys av ovennevnte må det være opplagt at det pågikk reelle diskusjoner mellom partene i hele perioden fra 23. desember 2011 til 4. januar 2012. Ingen av partene hadde nødvendige fullmakter, og på sentrale punkter var det ikke enighet om kommersielle forhold før ettermiddagen 4. januar 2012».

Klager mener «[d]et er også grunn til å løfte blikket og sammenligne sluttresultatet av forhandlingene med det utgangspunktet som ble skissert for Intex medio desember 2011» og redegjør for hvorfor sluttresultatet i følge klager var «rimelig langt unna utgangspunktet som ble skissert for Intex medio desember 2011» [...]. Klager skriver at «[u]tviklingen i saken viser med all mulig tydelighet at en tidlig offentliggjøring av at det pågikk diskusjoner om en MOU ville gitt misvisende informasjon til markedet».

Klager oppsummerer med at «[s]amlet sett må det være klart at det ikke forelå noen ”realistisk mulighet” for inngåelse av en MOU den 23. desember 2011. (...). Vi er av en oppfatning at en børsmelding fra selskapet på dette tidspunkt ville gi uriktige signaler til markedet og faktisk kunne virke mot sin hensikt (markedsmanipulerende)».

Klager gir videre uttrykk for at dersom børsens strenge fortolkning av selskapets informasjonsplikt blir lagt til grunn, vil børsen «oversvømmes med underhånden meldinger, og vil med det påta seg et stort ansvar for selskapenes videre løpende informasjonshåndtering. Nyere erfaringer med andre aktører innen gruveindustrien gir illustrerende eksempler på at dette kan være et tungt ansvar å påta seg. På sikt vil trolig flere av selskapene i stedet ta børsen på ordet, og velge å offentliggjøre meldinger som åpenbart ikke er egnet for offentliggjøring. Flere eksempler fra den senere tid illustrerer dette».

Når det gjelder utviklingen i tiden etter signering av MOU erkjenner klager at vurderingen må skje ex ante, men mener det i denne saken likevel er interessant å notere at det tok ytterligere fire måneder fra signering av MOU før endelig PMC-avtale («Project Management Contract») med MCC8 ble inngått, og at selv en slik PMC-avtale kun gir MCC8 en opsjon /forkjøpsrett til å kjøpe gruen dersom nærmer definerte milepæler nås. Klager opplyser videre at PCM-avtalen som ble inngått i mai 2012 utløp uten resultater[...].

6.3.4 Særlig om kurspåvirkningspotensialet:

Klager har ingen særlige merknader til børsens redegjørelse for rettsreglene om kurspåvirkningspotensial. Klager «kan imidlertid ikke se at de er av særlig relevans i foreliggende sak, hvor poenget er at det ikke på noe tidspunkt før signering av MOU forelå “presis” informasjon i lovens forstand».

6.3.5 Særlig om utsatt offentlighet

Klager viser til børsens uttalelse om at børsen mener reglene for utsatt offentlighet ville kommet til anvendelse i foreliggende tilfelle og kommenterer at «[s]elskapet registrerer at de negative konsekvensene av børsens strenge tolking av når informasjonsplikten inntreffer, [...] søkes avhjulpet ved å henvise til reglene om utsatt offentliggjøring». Klager mener dette ikke er en riktig tolkning av reglene for utsatt offentliggjøring, og viser til tidligere redegjørelse om lovforståelse. Klager viser videre til at børsen skriver at handel knyttet til saken har hatt interesse for politi og påtalemyndighet og at det forebyggende aspektet ved å benytte regimet ved utsatt offentliggjøring derfor er relevant foreliggende sak. Til dette kommenterer klager at ØKOKRIMs i sin siktelse av selskapets styreformann mener at han skal ha lekket innsideinformasjon om forhandlinger med MCC8 i september/oktober 2011, dvs. på et tidspunkt selskapet vanskelig kan se at det fantes innsideinformasjon – eller noen informasjon som helst – om selskapets samtaler med MCC8, og at de «derfor ikke se at den etterforskning ØKOKRIM hadde fokus på, ville blitt særlig påvirket av om børsen hadde vært informert om forhandlingene med MCC8 i perioden 23. desember 2011 til 4. januar 2012».

6.4 Sanksjon

Dersom Børsklagenemnden slutter seg til at selskapet har brutt sine løpende informasjonsplikter, mener klager at børsens foreslåtte overtredelsesgebyr er for høyt ut fra den foreliggende praksis.

7 Børsens merknader til klagen

Børsen behandlet klagen i børsstyremøte 20. mars 2013 og oversendte børsstyrevedtaket til Børsklagenemnden samme dag («oversendelsesbrevet»). Børsstyret har bl.a. følgende kommentarer til klagen:

7.1 Rettslig norm – differensiert inntreden

Børsen uttaler at den forstår markedsmisbruksdirektivet artikkel 6(1) sammenholdt med kommisjonsdirektivet artikkel 1(2) dit hen at det for informasjonsplikt og handleforbud gjelder sammenfallende tidspunkt, og at lovens bestemmelse om utsteders anledning til utsatt offentliggjøring av den samme informasjonen hensyntar uheldige konsekvenser av et stramt informasjonspliktregime. Børsen mener reglene om informasjonsplikten har tilsiktet nær sammenheng med forbudet mot innsidehandel, og at streng plikt for noterte selskaper til straks å informere markedet, ev. børsen ved utsatt offentliggjøring, bidrar til å hindre at det handles på ulikt informasjonsgrunnlag.

Børsen bemerker at adgangen til å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon nødvendigvis må være uttømmende regulert i markedsmisbruksdirektivet artikkel 6 (2): «an issuer may under his own responsibility delay the public disclosure of inside information, as referred to in paragraph 1». Noe annet ville ifølge børsen være i strid med direktivets ordlyd «inform the public as soon as possible of inside information» og skape usikkerhet rundt når plikten til å vurdere utsatt offentliggjøring egentlig inntreffer.

Børsen viser til eksemplene på utsatt offentliggjøring som er nevnt i første kommisjonsdirektiv artikkel 3, som også er inntatt i verdipapirhandelloven, og skriver at disse angir typetilfelle der utstedere vil kunne benytte utsatt offentliggjøring i situasjoner der en har meldepliktig innsideinformasjon i selskapet. Eksemplene, som ifølge børsen ikke er uttømmende, viser til at man som grunnlag for utsatt offentliggjøring kan vise til beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av internt organ «og mer aktuelt i vår sak, eksempelet med pågående forhandlinger». Eksemplifiseringen av

dette illustrerer ifølge børsen at tidspunktet for å beslutte utsettelse av offentliggjøring inntre før «the inside information has become certain», og tidspunktet for offentliggjøring må ifølge børsen nødvendigvis også inntre på et tidligere tidspunkt enn dette.

Etter børsens syn må eksemplene også omfatte situasjoner der slik godkjenning eller forhandling ikke er rene formaliteter.

Børsen bemerker at den sentrale EU-dommen for forståelsen av begrepet innsideinformasjon, Daimler-dommen fra sommeren 2012, bl.a. tar stilling til presisjonsnivå av innsideinformasjon i relasjon til selskapers informasjonsplikt, men at dommen ikke adresserer slik differensiering som beskrevet av Intex, noe som i seg selv, etter børsens syn, «klart indikerer rettstilstanden». Differensiering på dette området er derfor ikke, slik børsen ser det, gjeldende rett.

Børsen mener markedet som utgangspunkt selv vil kunne skille det vesentlige fra det uvesentlige, og at hensynet til symmetri i informasjon til markedet støtter en slik antagelse. Børsen viser til at utstedere har ett legitimt behov for at informasjonsplikt ikke blir for ressurskrevende, men børsen kan ikke se at dette hensynet kan tillegges vekt i foreliggende sak.

7.2 Spørsmålet om når det oppsto innsideinformasjon

Børsen uttaler at «selv om man legger til grunn en annen forretningskultur i de ulike verdensdeler, må faktum kunne underkastes en vurdering også der avtaler forhandles i Asia».

Børsen skriver videre at «[p]å ett tidspunkt vil en avtaleinngåelse være en realistisk mulighet og når tidspunktet for meldeplikt til markedet inntre er en konkret vurdering i den faktiske prosessen selskapet er involvert i. Å legge til grunn at det absolutte tidspunkt er når pennen treffer papiret kan, etter børsens syn, ikke være riktig».

Børsen hevder at forhandlingene med MCC8 var «kommet lenger enn det man erfaringsmessig hadde oppnådd med andre mulige samarbeidspartnere», og at «selskapets og MCC8s anstrengelser og presisjonsnivå i planleggingen var tilstrekkelig for å konkludere med at en signering av avtale med MCC8 var en realistisk mulighet».

Børsen mener at egne erfaringer er ett viktig moment, men likevel kun ett av flere som vil kunne være gjenstand for en senere prøving. Børsen presiserer at «en realistisk mulighet ikke er det samme som sannsynlighetsovervekt, og at MCC8 rent faktisk også ble den foretrukne partneren».

For å fastslå om selskapets informasjonsplikt er overtrådt mener børsen man må operere med det seneste tidspunkt en mener selskapet burde ha meldt informasjonen til markedet. Avgjørende for børsens vurdering er om selskapet hadde rimelig grunn til å forvente at MoUen ville bli signert på avtalt tidspunkt forut for den 4. januar 2012. I foreliggende sak er det børsens vurdering at «en rimelig og realistisk forventning om signering av avtalen ville utløse informasjonsplikt til markedet, og at selskapet hadde en slik forventning før signeringen».

8. Klagers merknader

I brev 4. april 2013 fra Advokatfirmaet Thommessen på vegne av Intex kommenterer klager børsstyrets vedtak 20. mars 2013 («oversendelsesbrevet»).

8.1 Prinsipalt – børsen anvender ikke korrekt juridisk norm

Klager fastholder at utsteders informasjonsplikt utløses når en omstendighet eller begivenhet rent faktisk har inntrådt eller kun formaliteter gjenstår (undertegning av MOUen).

Til børsens uttalelser i oversendelsesbrevet kommenter klager at de for det første er uenig i børsens anførsel om at «utsteders anledning til utsatt offentliggjøring av den samme informasjonen hensyn tar uheldige konsekvenser av ett stramt informasjonsplikts regime». Klager viser til at «[u]lempene ved en streng praktisering av løpende informasjonsplikt er av offentligrettslig karakter – herunder en åpenbar risiko for villedende informasjon markedsmanipulasjon – og dersom disse ulempene skulle avhjelpest gjennom reglene om utsatt offentliggjøring, ville sistnevnte regler vært utformet som en plikt for utsteder til å utsette offentliggjøring i gitte situasjoner. En slik pliktregel er ikke gitt. Det er derfor børsens strenge praktisering av reglene om løpende informasjonsplikt som må vike for å oppnå konsekvens i regelverket».

Klager viser for det andre til børsens henvisning til at innsideinformasjon etter markedsmissbruksdirektivet artikkel 6(1) skal offentligjøres «as soon as possible» og at børsen mener eventuelle unntak fra dette utgangspunktet finnes i reglene om utsatt offentliggjøring. Klager skriver at de ikke er uenig i dette, men at spørsmålet i denne saken ikke gjelder omfanget av et unntak, men innholdet av hovedregelen om løpende informasjonsplikt, og at innholdet i uttrykket «as soon as possible» er gitt i første kommisjonsdirektiv artikkel 2(2). Ifølge klager fremgår det av sistnevnte bestemmelse at «innsideinformasjon – i forholdet til reglen om løpende informasjonsplikt – først oppstår når de aktuelle begivenhetene eller omstendighetene faktisk har inntrådt».

Klager viser for det tredje til børsens anførsel om at et av eksemplene på mulig bruk av utsatt offentliggjøring i første kommisjonsdirektiv artikkel 3 («pågående forhandlinger»/«negotiations in course») forutsetter at informasjonsplikten kan inntre før begivenhetene eller omstendighetene faktisk inntre. Til dette skriver klager at «[d]ersom man leser bestemmelsen i sin helhet, illustreres imidlertid at utsatt offentliggjøring er en snever unntaksregel som det ikke skal være kurant å anvende», og klager viser at det som en «nærmere presisering av når “negotiations in course” kan kvalifisere for utsatt offentliggjøring» følger av artikkel 3 at dette «[i]n particular» gjelder pågående forhandlinger om refinansiering hvor det allerede foreligger betydelige finansielle problemer hos utsteder.

Klager viser for det fjerde til børsens anførsel om at EU-domstolens manglende drøftelse av første kommisjonsdirektiv artikkel 2(2) i Daimler-dommen «klart indikerer» at innsidehandelforbudet og utsteders informasjonsplikt utløses samtidig. Klager er uenig i dette, og skriver at ifølge professor Lau-Hansen er Tyskland et av de få medlemsland som tolker direktivet dit hen at utsteders informasjonsplikt inntre samtidig som det oppstår innsideinformasjon i foretaket, og at den manglende drøftingen av kommisjonsdirektiv artikkel 2(2) i Daimler-dommen skyldes at den refererende tyske domstol ikke problematiserte forholdet.

8.2 Subsidiært – innsideinformasjon oppsto ikke 23. desember 2011

Klager anfører subsidiært, under forutsetning av at Børsklagenemnden legger til grunn at utsteders informasjonsplikt utløses med det samme det oppstår innsideinformasjon i selskapet, at det ikke oppsto innsideinformasjon før det ble undertegnet en MoU med MCC8 på kvelden 4. januar 2012, og at det under enhver omstendighet ikke forelå innsideinformasjon i selskapet 23. desember 2011.

Klager viser til at de i klagen gikk nærmere inn på «en rekke faktafeil» som lå til grunn for børsens vedtak, herunder påstanden om i) at partene var kjent med hovedstrukturen i avtalen og at partene

hadde uttrykt enighet 23. desember 2011, og ii) at MOUen kun var gjenstand for mindre endringer i tiden mellom 23. desember 2011 frem til signering. Klager er «overrasket over at børsen ikke kommenterer disse faktafeilene i sin oversendelse til Børsklagenemnden, siden de synes å være sentrale premisser for børsens vedtak 30. januar 2013», og at «[k]onsekvensen av disse faktafeilene bør være at Børsklagenemnden opphever børsens vedtak».

Klager skriver at:

Faktum er at Intex hadde omfattende erfaringer med forhandlinger i denne delen av verden, og disse erfaringene tilsa en betydelig skepsis til motpartens vilje til å kommitere seg før en avtale faktisk var underskrevet. [...] og det pågikk reelle forhandlinger mellom partene helt frem til signering av MOUen 4. januar 2012. Dette er også bekreftet i redegjørelsen fra EAC. En børs melding på et tidligere tidspunkt ville ikke gitt mening, og reglene om utsatt offentliggjøring kan ikke benyttes til å avhjelpe dette.

Klager kommenterer også enkelte utsagn i oversendelsesbrevet fra børsen: i) Klager mener det ikke er korrekt når børsen skriver at redegjørelsen fra EAC er «bestilt» fra Intex, eller at redegjørelsen fra EAC «gjentar» selskapets syn på saken, men at «den uavhengige redegjørelsen *bekrefter* selskapets syn», ii) klager er enig i at meldeplikten i mange tilfeller vil inntre på et tidligere tidspunkt enn når «pennen treffer papiret» jf. børsens oversendelsesbrev, men at [...] og det faktum at det ble forhandlet om kritiske forhold helt frem til signering, tilsier at det i *denne saken* ikke forelå en slik realistisk forventning før avtale faktisk ble undertegnet, og at det i hvertfall ikke forelå en slik forventning allerede 23. desember 2011», iii) klager mener børsens anførsel om at forhandlingene med MCC8 var kommet lenger enn de man erfaringsmessig hadde oppnådd med andre mulige samarbeidspartnere ikke er korrekt, og iallfall at dette ikke var korrekt allerede 23. desember 2011, og iv) klager anfører at det forhold at MCC8 rent faktisk «ble den foretrukne partneren», jf. børsens oversendelsesbrev, ikke kan være relevant som argument for at Intex burde ha en realistisk forventning om dette allerede 23. desember 2011, og viser herunder til at «[d]et vil bli umulig for utstedere å håndtere sine løpende rapporteringsforpliktelser i trinnvise prosesser dersom det skal legges vekt på hva som rent faktisk blir utfallet av prosessen».

Klager anfører avslutningsvis at børsens påstand i vedtaket om at selskapet hadde en «rimelig og realistisk forventning» om at MOUen ville signeres før signeringen fant sted 4. januar 2012 bygger på flere faktiske feil, og at børsen i oversendelsesbrevet «gjentar denne påstanden i uten at den underbygges av relevante fakta». Klager skriver videre at «[u]nder enhver omstendighet godtgjør ikke børsen hvorfor de mener at en slik "rimelig og realistisk" forventning inntre allerede 23. desember 2011. Børsen viser til at avgjørelsen er skjønnsmessig, men det fritar ikke børsen fra deres forpliktelse til å legge korrekt faktum og jus til grunn for sin avgjørelse».

9. Børsklagenemndens vurdering

9.1 Innledning

Det rettslige utgangspunktet for avgjørelsen av denne saken fremgår i punkt 4 ovenfor. Det dreier seg først og fremst om vphl. § 5-2 første ledd som krever offentliggjøring «uopfordret og umiddelbart» av innsideinformasjon som direkte angår utsteder. Innsideinformasjon defineres i vphl. § 3-2 som «presise opplysninger» om forhold som er egnet til å påvirke kursen «merkbart» og som ikke er kjent i markedet eller offentlig tilgjengelig.

9.2 Differensiert inntreden

Klager er for det første uenig med børsen i at tidspunktet for informasjonsplikten etter vphl. § 5-2, faller sammen med tidspunktet for at handleforbudet i vphl. § 3-3 inntreer. Klager mener at det her er en tidsforskjell. For handleforbudet er det tilstrekkelig at det er rimelig grunn til å forvente at visse begivenheter eller omstendigheter inntreer. For informasjonsplikten anføres at det foreligger en særregulering av kravet til presis informasjon, fordi markedsmisbruksdirektivet, hvor reglene er hentet fra og som de norske regler skal være i overensstemmelse med, opererer med at det skal informeres «as soon as possible». Dette, mener klager, er igjen presisert i første kommisjonsdirektiv art. 2, hvor det sies at informasjonsplikten inntreer «upon the coming into existence of a set of circumstances or the occurrence of an event, albeit not yet formalised». Det må ifølge klager bety at begivenhetene eller omstendighetene faktisk har intrådt, og at det kun gjenstår å formalisere forholdet.

Innsideinformasjon er gitt en felles definisjon i vphl. § 3-2 som i utgangspunktet vil gjelde alle plikt- og forbudsbestemmelser i verdipapirhandelloven som knytter seg til innsideinformasjon, og i vphl. § 3-2 annet ledd gis nærmere bestemmelser om tidspunktet for når innsideinformasjon må anses å foreligge. Her kreves at det må dreie seg om spesifikke opplysninger om omstendigheter eller begivenheter som «har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe». Norsk rett legger således ikke opp til en differensiert tilnærming.

Børsklagenemnden er enig med klager i at kommisjonsdirektivets artikkel 2(2) kan oppfattes som å gi grunnlag for en slik differensiert tilnærming, der en begivenhet eller rekke av begivenheter kan utgjøre innsideinformasjon i forhold til handleforbudet før det anses som innsideinformasjon i forhold til utsteders informasjonsplikt. Kommisjonsdirektivet og dets bakgrunn er imidlertid mer komplekst enn klager gir uttrykk for. En differensiert tilnærming fremstår – særlig i lys av Daimler-saken – ikke som en tilstrekkelig klar EØS-rettslig forpliktelse, til at den kan tilsidesette den klare ordlyden i den norske lovbestemmelsen.

Utgangspunktet for drøftelsen er markedsmisbruksdirektivet, der de relevante bestemmelser er som følger:

Article 1

For the purposes of this Directive:

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

7. In order to take account of developments on financial markets and to ensure uniform application of this Directive in the Community, the Commission, acting in accordance with the procedure laid down in Article 17(2), shall adopt implementing measures concerning points 1, 2 and 3 of this Article.

Article 6

1. Member States shall ensure that issuers of financial instruments inform the public as soon as possible of inside information which directly concerns the said issuers (...).

2. An issuer may under his own responsibility delay the public disclosure of inside information, as referred to in paragraph 1, such as not to prejudice his legitimate interests

provided that such omission would not be likely to mislead the public and provided that the issuer is able to ensure the confidentiality of that information. Member States may require that an issuer shall without delay inform the competent authority of the decision to delay the public disclosure of inside information (...).

7. With a view to ensuring compliance with paragraphs 1 to 5, the competent authority may take all necessary measures to ensure that the public is correctly informed (...).

10. In order to take account of technical developments on financial markets and to ensure uniform application of this Directive, the Commission shall adopt, in accordance with the procedure referred to in Article 17(2), implementing measures concerning:

- the technical modalities for appropriate public disclosure of inside information as referred to in paragraphs 1 and 3,
- the technical modalities for delaying the public disclosure of inside information as referred to in paragraph 2,
- the technical modalities designed to favour a common approach in the implementation of the second sentence of paragraph 2,
- the conditions under which issuers, or entities acting on their behalf, are to draw up a list of those persons working for them and having access to inside information, as referred to in paragraph 3, together with the conditions under which such lists are to be updated,
- the categories of persons who are subject to a duty of disclosure as referred to in paragraph 4 and the characteristics of a transaction, including its size, which trigger that duty, and the technical arrangements for disclosure to the competent authority,
- technical arrangements, for the various categories of person referred to in paragraph 5, for fair presentation of research and other information recommending investment strategy and for disclosure of particular interests or conflicts of interest as referred to in paragraph 5. Such arrangements shall take into account the rules, including self-regulation, governing the profession of journalist,
- technical arrangements governing notification to the competent authority by the persons referred to in paragraph 9.

Markedsmisbruksdirektivet ga med andre ord ikke grunnlag for en «differensiert tilnærming» til når det foreligger innsideinformasjon. Tvert imot var et sentralt grep i direktivet at definisjonen av innsideinformasjon i utgangspunktet er den samme for forbudet mot innsidehandel og informasjonsplikt. Det er heller ingen holdepunkter i direktivet for at kriteriet «as soon as possible» i artikkel 6(1) var ment å danne grunnlag for en slik differensiert inntreden. Som vi kommer til nedenfor, er det prinsipielt mulig å informere om tidlige trinn i en begivenhetsrekke selv med meget korte tidsfrister. Det må her skilles mellom hva man skal fortelle markedet om, og hvor hurtig man rent praktisk kan fortelle dette til markedet.

Som det fremgår av markedsmisbruksdirektivet, var det forutsatt at Kommisjonen skulle vedta implementeringslovgivning (kalt «Level 2», der direktivet er «Level 1»). Dette følger bl.a. av direktivets artikkel 1(6) og artikkel 6(7) og (10). Det som derimot ikke synes å ha vært meningen, er at Kommisjonen skulle fravike direktivets definisjoner eller bestemmelser.

Det som imidlertid skjedde, var at Kommisjonen i kommisjonsdirektiv 2003/124/EC – bl.a. etter å ha fått «technical advice» fra CESR – til dels presiserte og til dels endret (utvidet/skjerpet) definisjonen av innsideinformasjon i relasjon til forbudet mot innsidehandel. De bestemmelser vi her har i tankene, er de følgende:

Inside information

1. For the purposes of applying point 1 of Article 1 of Directive 2003/6/EC, information shall be deemed to be of a precise nature if it indicates a set of circumstances which exists or may reasonably be expected to come into existence or an event which has occurred or may reasonably be expected to do so and if it is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices of financial instruments or related derivative financial instruments.

2. For the purposes of applying point 1 of Article 1 of Directive 2003/6/EC, "information which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of financial instruments or related derivative financial instruments" shall mean information a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions.

Å definere i detalj i nr. 1 hva som menes med «information of a precise nature», kan kanskje sies å ligge innenfor kommisjonens mandat til å fastsette «implementing measures (...) to ensure uniform application». Derimot synes det vanskelig å forene dette med definisjonen i nr. 2, der direktivets kriterier «likely to have a significant effect» rett og slett ble erstattet av en referanse til hva en «reasonable investor would be likely to use as part of the basis for his investment decision». Det relevante i denne sammenheng, er imidlertid at det kan synes som om Kommisjonen med en så bred definisjon av «innsideinformasjon», ble bekymret for hvilke konsekvenser dette kunne få for informasjonsplikten, og på denne bakgrunn også ga følgende bestemmelser:

Article 2

Means and time-limits for public disclosure of inside information

1. For the purposes of applying Article 6(1) of Directive 2003/6/EC, Articles 102(1) and Article 103 of Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council(3) shall apply. Furthermore, Member States shall ensure that the inside information is made public by the issuer in a manner which enables fast access and complete, correct and timely assessment of the information by the public.

In addition, Member States shall ensure that the issuer does not combine, in a manner likely to be misleading, the provision of inside information to the public with the marketing of its activities.

2. Member States shall ensure that issuers are deemed to have complied with the first subparagraph of Article 6(1) of Directive 2003/6/EC where, upon the coming into existence of a set of circumstances or the occurrence of an event, albeit not yet formalised, the issuers have promptly informed the public thereof (...).

Det sentrale her er, slik klager korrekt peker på, forskjellen mellom denne bestemmelsen og første del av definisjonen av innsideinformasjon – nærmere bestemt kriteriet «precise nature» – i artikkel 1(1) i samme direktiv. Forskjellen ligger i at de uthevede delene nedenfor er utelatt i artikkel 2(2):

Information shall be deemed to be of a precise nature if it indicates a set of circumstances which exists or may reasonably be expected to come into existence or an event which has occurred or may reasonably be expected to do so (...).

Denne subtiliteten ble ikke fulgt opp (og neppe heller fullt ut forstått) av alle statene innenfor EU og EØS da de fastsatte nasjonal lovgivning til implementering av bestemmelsene. Dette er kanskje heller ikke så rart, all den stund denne avvikende definisjonen ikke er omtalt i innledningen til kommisjonsdirektivet, der fortalen (5) er eneste referanse til informasjonspliktbestemmelsen. Teksten ble heller ikke formulert slik Kommisjonen normalt definerer utfyllende definisjoner (det står eksempelvis ikke at dette er en utfylling av kriteriene «as soon as possible» i direktivets artikkel 6(1) om informasjonsplikt). Den videre utvikling ble at enkelte EU-land implementerte en differensiert tilnærming, i Spanias tilfelle bl.a. ved å utforme to ikke helt likelydende definisjoner av

innsideinformasjon, en for innsidehandel i tråd med kommisjonsdirektivet artikkel (1) og en for informasjonsplikt i tråd med dets artikkel 2(2).

Andre land, herunder Tyskland, valgte imidlertid en annen vei med en felles definisjon i tråd med definisjonen i kommisjonsdirektivet artikkel 1(1). Som vi kommer til, ble dette også utfallet av den norske implementeringsprosessen.

I Storbritannia er de relevante bestemmelsene å finne i «Disclosure Rules and Transparency Rules», der «DTR 2.2 Disclosure of inside information» inneholder følgende bestemmelser om «Requirement to disclose inside information»:

DTR 2.2.1: An issuer must notify a RIS as soon as possible of any inside information which directly concerns the issuer unless DTR 2.5.1 R applies. [Note: Article 6(1) Market Abuse Directive]

DTR 2.2.2: An issuer will be deemed to have complied with DTR 2.2.1 R where, upon the coming into existence of a set of circumstances or the occurrence of an event, albeit not yet formalised, the issuer notified a RIS as soon as was possible. [Note: Article 2(2) 2003/124/EC]

Her har man med andre ord implementert kommisjonsdirektivet artikkel 2(2).

I juli 2007 avga den europeiske ekspertgruppen European Securities Markets Expert Group («ESME») en rapport om implementeringen av markedsmisbruksdirektivet. ESME rettet kritikk bl.a. mot en tilnærming der innsideinformasjon defineres på samme måte i relasjon til innsidehandel og informasjonsplikt, med en argumentasjon som i stor grad er sammenfallende med den som fremkommer av Jesper Lau Hansens artikkel fra desember 2012, «The Hammer and the Saw – A Short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation», som det vises til og siteres fra i klagen. ESME ga bl.a. uttrykk for følgende:

The possible way forward should be to make a distinction between the two definitions of “inside information” by a focus upon when the information becomes a sufficiently “precise nature”. This work could be done in the Level 2 directive 2003/124/EC through a distinction between what is precise for an insider and what is precise for the whole market. Art. 2 of the Level 2 directive already seems to recognise a distinction between the two definitions of inside information in that it states, “Member States shall ensure that issuers are deemed to have complied with the first subparagraph of Article 6(1) of Directive 2003/6/EC where, upon the *coming into existence* of a set of circumstances or *the occurrence* of an event, albeit not yet formalised, the issuers have promptly informed the public thereof” (emphasis added). This rule has been used by some Member States to limit the duty of disclosure only to events that have reached a high level of precision. Given the importance of the topic, the meaning of the quoted Level 2 rule might be usefully clarified stating that “issuers comply with the first subparagraph of Article 6(1) of Directive 2003/6/EC when they inform the public of the coming into existence of a set of circumstances or the occurrence of an event, albeit not yet formalised”.

Kjernepunktet i Lau-Hansens artikkel er at Kommisjonen i sitt seneste forslag til nye europeiske bestemmelser om markedsmisbruk (denne gangen bl.a. i form av en forordning, Market Abuse Regulations («MAR»)) har gått bort fra en differensiert tilnærming, etter at man i et tidligere forslag åpnet for en slik tilnærming.

Lau-Hansen anfører (side 9) at det synes å være EU domstolens avgjørelse i den såkalte Daimler-saken (C-19/11 Daimler) som har foranlediget denne kursendringen. Det har ikke betydning for saken

å ta stilling til dette, derimot synes det for Børsklagenemnden som Daimler-saken inneholder viktige rettsavklaringer av betydning for denne saken, herunder en konklusjon som synes å få den konsekvens at det ikke får avgjørende betydning om man bygger informasjonsplikten på den gjeldende norske bestemmelsen, eller direkte på kommisjonsdirektivet artikkel 2(2) slik klager legger opp til.

Daimler-saken gjaldt forståelsen av EU-retten i tilknytning til følgende definisjon i den tyske verdipapirhandelloven § 13(1):

Inside information shall mean specific information concerning circumstances not made public which relate to one or more issuers of insider securities or to the insider securities themselves and which, if made public, are likely to have a significant effect on the stock-market and market price of those securities. Such likelihood exists if a reasonable investor would take account of that information in making his investment decision. Circumstances whose future occurrence may be considered sufficiently probable shall also be deemed to be circumstances within the meaning of the first sentence. ...

De faktiske forhold var at Herr Schrempp, lederen av Daimlers Management Board begynte å vurdere fratreden før utløp av sin oppnevningsperiode (til 2008). Den 17. mai 2005 diskuterte han sine intensjoner med lederen av selskapets overordnede styre (Supervisory Board). Mellom 1. juni og 27. juli ble også andre medlemmer av de to styrene informert om planene. Fra og med 10. juli begynte Daimler å forberede pressemeldinger m.m., men intet ble sendt ut. Den 13. juli sendte selskapet ut en innkalling til den såkalte «Presidential Committee» i Supervisory Board samt til Supervisory Board til møter henholdsvis 27. og 28. juli. Ingen av invitasjonene nevnte imidlertid slik mulig fratreden. 18. juli ble lederne av de to styrene enige om å foreslå for Supervisory Board den 28. juli, at Herr Schrempp skulle fratre og at Herr Zetsche skulle tiltre som ny styreleder. Da Presidential Committee møttes 27. juli kl 17 ble man enige om å foreslå dette lederskiftet i neste dags møte i Supervisory Board, og ca. kl 9.50 neste dag besluttet Daimlers Supervisory Board lederskiftet. Beslutningen ble straks offentliggjort, og aksjekursen i Daimler steg markert.

Den tyske underretten kom til at det ikke var ført bevis for at Herr Schrempp ensidig ville fratre uansett beslutningen i Supervisory Board. Retten mente videre at den avgjørende, kursrelevante begivenhet var at Presidential Committee 27. juli besluttet å foreslå lederskiftet. Ankeinstansen observerte at underretten ikke hadde vurdert betydningen av «whether the individual steps leading up to the decision of 28 July 2005 were such as to influence Daimler's share price». En annen underrett hadde imidlertid i en annen sak om samme sakskompleks kommet til at «the combining of a number of independent circumstances into a single overall decision is contrary to the wording of the first sentence of Paragraph 13(1) of the WpHG and of Directives 2003/6 and 2003/124 and that, therefore, the disclosure obligation exists as soon as the internal process has led to a definite fact and a decision-maker of the undertaking in question has been notified».

Første spørsmål for EU-domstolen var derfor som følger:

27 By its first question, the referring court asks, in essence, whether point 1 of Article 1 of Directive 2003/6 and Article 1(1) of Directive 2003/124 must be interpreted as meaning that, in the case of a protracted process intended to bring about a particular circumstance or to generate a particular event, not only may that future circumstance or future event be regarded as precise information within the meaning of those provisions, but also the intermediate steps of that process which already exist or have already occurred and which are connected with bringing about the future circumstance or event.

Om dette sa Domstolen følgende:

29 According to Article 1(1) of Directive 2003/124, information is to be deemed to be of a precise nature if two cumulative conditions are satisfied. Firstly, the information must refer to a set of circumstances which exists or may reasonably be expected to come into existence or an event which has occurred or may reasonably be expected to do so. Secondly, it must be specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices of the financial instruments concerned or related derivative financial instruments.

30 Since the terms 'set of circumstances' and 'event' are not defined in that directive, it is appropriate to look at their ordinary meaning.

31 An intermediate step in a protracted process may in itself constitute a set of circumstances or an event in the meaning normally attributed to those terms.

32 That finding is supported by Article 3(1) of Directive 2003/124, which gives, by way of examples of inside information the disclosure of which may be delayed under Article 6(2) of Directive 2003/6, situations which are typical examples of intermediate steps in protracted processes, namely negotiations in course and decisions taken or contracts made by the management body of an issuer which need the approval of another body of the issuer in order to become effective.

33 Moreover, as is evident from recitals 2 and 12 in the preamble thereto, the purpose of Directive 2003/6 is to protect the integrity of the European Union financial markets and to enhance investor confidence in those markets. That confidence depends on, inter alia, investors being placed on an equal footing and protected against the improper use of insider information (see, to that effect, Case C 45/08 Spector Photo Group and Van Raemdonck [2009] ECR I 12073, paragraph 47, and Case C 445/09 IMC Securities [2011] ECR I 0000, paragraph 27).

34 In that regard, recital 24 in the preamble to that directive states that prompt and fair disclosure of information to the public enhances market integrity, whereas selective disclosure by issuers can lead to a loss of investor confidence in the integrity of financial markets.

35 An interpretation of the terms 'set of circumstances' and 'event' which disregards the intermediate steps in a protracted process risks undermining the objectives as referred to in the two preceding paragraphs of this judgment. To rule out the possibility that information relating to such a step in a protracted process may be of a precise nature for the purposes of point 1 of Article 1 of Directive 2003/6 would remove the obligation, provided for in the first subparagraph of Article 6(1), to disclose that information, even if it were quite specific and even though the other elements making up inside information, as listed in paragraph 25 of this judgment, were also present.

36 In such a situation, certain parties who possessed inside information could be in an advantageous position vis-à-vis other investors and be able to profit from that information, to the detriment of those who are unaware of it (see, to that effect, Spector Photo Group and Van Raemdonck, paragraph 48).

37 The risk of such a situation occurring is all the greater given that it would be possible, in certain circumstances, to regard the outcome of a specific process as an intermediate step in another, larger process.

38 Consequently, information relating to an intermediate step which is part of a protracted process may be precise information. It should be noted that this interpretation does not hold true only for those steps which have already come into existence or have already occurred, but also concerns, under Article 1(1) of Directive 2003/124, steps which may reasonably be expected to come into existence or occur.

39 As is apparent from paragraph 29 of this judgment, the categorisation of information as precise must also satisfy the second condition laid down in that provision, that is to say, the information must be specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event in question on the prices of the financial instruments concerned.

40 The answer to the first question is therefore that point 1 of Article 1 of Directive 2003/6 and Article 1(1) of Directive 2003/124 must be interpreted as meaning that, in the case of a protracted process intended to bring about a particular circumstance or to generate a particular event, not only may that future circumstance or future event be regarded as precise information within the meaning of those provisions, but also the intermediate steps of that process which are connected with bringing about that future circumstance or event.

På denne bakgrunn konkluderte Domstolen som følger:

1. Point 1 of Article 1 of Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) and Article 1(1) of Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6 as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation must be interpreted as meaning that, in the case of a protracted process intended to bring about a particular circumstance or to generate a particular event, not only may that future circumstance or future event be regarded as precise information within the meaning of those provisions, but also the intermediate steps of that process which are connected with bringing about that future circumstance or event.

Definisjonen krever med andre ord at det må foretas en bedømmelse av den kursmessige relevans knyttet til de enkelte begivenheter/forhold (event/circumstance) som foreligger eller som med rimelighet kan forventes å inntre, uten hensyn til om disse begivenheter/forhold er «mellomliggende steg» på veien mot en mer definitiv begivenhet i selskapet. Mer konkret – det må foretas en vurdering av kursrelevansen for hver enkelt steg i en begivenhetsrekke som er tenkt å lede frem til eksempelvis et skifte av styreformann eller inngåelse av en viktig avtale for selskapet.

Domstolens avgjørelse knytter seg som det fremgår til kommisjonsdirektivets artikkel 1(1) og ikke til dets artikkel 2(2) der den «særlige definisjonen» for informasjonsplikt fremgår. Dommen er blitt kritisert av bl.a. Lau Hansen nettopp fordi den ikke også omhandler denne definisjonen; et forhold han forklarer med at Tyskland ikke har implementert en differensiert tilnærming og at det derfor ikke ble prosedert på de grensedragninger Kommisjonen gjorde i artiklene 1(1) og 2(2).

Det synes imidlertid vanskelig, slik konklusjonen i Daimler-saken er utformet, ikke å anvende den samme ordlydsmessige fortolkning også ved tolking av kommisjonsdirektivet artikkel 2(2). Konsekvensen er i så fall at det tar bort den «subtile» grensedragning Kommisjonen la opp til, mellom begivenheter som er inntruffet («a set of circumstances which exists or an event which have occurred») der det foreligger både informasjonsplikt og forbud mot insidehandel, og begivenheter som med rimelighet kan forventes å inntre («circumstances which may reasonably be expected to come into existence or an event which may reasonably be expected to occur»). Mer konkret –

dersom en «event/circumstance» kan knytte seg til et mellomliggende steg på veien mot en selskapsbeslutning eller avtaleinngåelse eller annen «definitiv» begivenhet, så gir ikke kommisjonsdirektivets artikkel 2(2) noen meningsfull differensiering av innsideinformasjon i forhold til informasjonsplikten.

Markedsmisbruksdirektivet ble innført i norsk rett i 2005, med bakgrunn i Ot.prp.nr.12 (2004-2005). I denne proposisjonen er kommisjonsdirektivets artikkel 2 gjengitt, men dens artikkel 2(2) er i motsetning til de øvrige deler av artikkel 2 ikke kommentert. Det synes nærliggende å konkludere med at Finansdepartementet overså at artikkel 2(2) tok sikte på å innføre en differensiert tilnærming til definisjonen av innsideinformasjon, og at det ikke her var snakk om en utforming av den norske teksten i direkte opposisjon til direktivet eller kommisjonsdirektivet (slik tilfellet bl.a. var da departementet i tråd med Kredittilsynets anbefaling valgte å videreføre kravet til at informasjonen skal gis «uoppfordret og umiddelbart» fremfor «så snart som mulig», ettersom Kredittilsynet fant at dette var «mer hensiktsmessig enn Direktivets “as soon as possible”»).

Generelt sluttet Finansdepartementet seg til Kredittilsynets forslag om at ordlyden i børsløven § 5-7 om utsteders informasjonsplikt ble videreført som en ren hjemmelsbestemmelse, mens de materielle kravene til informasjonsplikten innhold skulle fremgå av børsforskriften. Børsforskriften ble deretter endret, til å kreve at utsteder uoppfordret og umiddelbart skulle offentliggjøre innsideinformasjon som nevnt i lov om verdipapirhandel § 2-2 som direkte angår utsteder.

Ved vedtakelsen av ny lov om verdipapirhandel og ny lov om regulerte markeder i 2007 ble dette endret, ved at kravene til informasjonsplikten ble innført i § 5-2, som har følgende innhold.

- (1) Utsteder skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § 3-2 første til tredje ledd.
- (2) Opplysninger som nevnt i første ledd skal offentliggjøres etter § 5-12. Opplysningene skal i tillegg gjøres tilgjengelige på utsteders internettside etter at offentliggjøring har funnet sted.
- (3) Utsteder må ikke kombinere offentliggjøring av opplysninger som nevnt i første ledd med sin markedsføring på en måte som er egnet til å villed.

Deler av kommisjonsdirektivets artikkel 2 ble dermed hensyntatt, bl.a. reflekterer (3) kravet i kommisjonsdirektivets artikkel 2(1) tredje ledd. Kommisjonsdirektivets artikkel 2(2) ble derimot ikke nærmere kommentert, og er ikke å gjenfinne i den norske teksten.

Dersom det hadde vært en klar og etablert konklusjon innenfor EU-retten, at kommisjonsdirektivets artikkel 2(2) var å forstå slik at det foreligger en differensiert tilnærming til innsidehandelsbegrepet, med det innhold at det for informasjonspliktens inntreden må kreves at «sluttbegivenheten» i en kursrelevant begivenhetsrekke må foreligge/ha inntruffet, ville det oppstått spørsmål ved om norsk rett på dette punktet måtte tolkes innskrenkende i lys av presumsjonsprinsippet. Legalitetsprinsippet ville ikke vært til hinder for en slik tolking.

Børsklagenemndens vurdering er imidlertid at det ikke kan være grunnlag for å fravike den norske lovbestemmelsen på dette på punktet, spesielt i lys av Daimler-saken, der foreleggelsen gjaldt den nokså parallelle tyske lovbestemmelsen. Domstolens konklusjon er at også «mellomliggende begivenheter» vil utløse informasjonsplikt såfremt disse er kursrelevante. Den norske lovbestemmelsen lar seg forene med en slik forståelse.

Nemnden mener således at det etter lovendringen i 2005 ikke er grunnlag for å operere med forskjellige tidspunkter for når det inntre innsideinformasjon i forhold til de to regelsett. Heller ikke reelle hensyn taler sterkt for en slik forskjellsbehandling. Et effektivt verdipapirmarked er avhengig av korrekt prisfastsettelse, noe som forutsetter at investorene har hurtig og lik tilgang på kursrelevant informasjon. Dette tilsier en streng informasjonsplikt, der omfanget av innsideinformasjon begrenses. Det er utvilsomt situasjoner der en for tidlig offentliggjøring av pågående prosesser vil kunne være uheldig for selskapet og eventuelt også markedet. Etter Børsklagenemndens vurdering vil imidlertid bestemmelsene om utsatt offentliggjøring kunne fungere hensiktsmessig i de aller fleste tilfeller. Det vil etter nemndens syn typisk foreligge legitime interesser for selskapene til å tilbakeholde informasjon, i de forhandlingsprosesser og øvrige tilfeller hvor man – slik klager anfører – er bekymret for at informasjon vil virke villedende. Det kan kanskje ikke utelukkes at det oppstår situasjoner der selskapet ikke har legitime interesser i tilbakehold, men der man ikke makter å utforme en adekvat melding til markedet, men dette antas ikke å være noe stort problem.

9.3 Når oppsto innsideinformasjonen

Bestemmelsen om informasjonsplikt ble endret ved implementeringen av EUs markedsmissbrukdirektiv. Tidligere var det avgjørende for informasjonsplikten at det forelå opplysninger som måtte «antas å være av en ikke-uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer». Nå er det altså tilstrekkelig at det foreligger innsideinformasjon. Tidspunktet for informasjonsplikten etter vphl. § 5-2 faller nå sammen med tidspunktet for når det inntre handleforbud etter vphl. § 2-3, hvilket medfører at terskelen for opplysningspliktens inntreden er blitt lavere enn den var før.

Slik klager presenterer dette er det et spørsmål om det på et tidligere tidspunkt var «rimelig grunn» til å forvente at MoU'en ville bli signert. Dette hevdes å være sammenfallende med kommisjonsdirektivets artikkel 1(1) hvor den tilsvarende formulering er «may reasonably be expected», som av EU-domstolen i Daimler-saken er utlagt som en «realistic probability», «en realistisk mulighet».

Klager anfører videre – med henvisning til Lau Hansen – at det også under en «felles» definisjon av hva som utgjør innsideinformasjon, må stilles strenge krav til sikkerheten av fremtidige begivenheter, for at disse skal ha relevans. Domstolens kriterium oppfattes å referere til et forhold som ikke bare må ha sannsynlighetsovervekt for seg, men også må være nærmest sikkert («This would indicate that a realistic prospect test not only means that the outcome is more likely than not but probably also that the outcome is near certain. A protracted process that might be derailed or is subject to somebody elses decision or approval is hardly a realistic prospect until these uncertainties have been resolved»).

Etter hva Børsklagenemnden kan se, er vurderingen av «realistiske muligheter» generelt mindre betydningsfull i lys av det svar Domstolen ga på det første spørsmålet, jf. ovenfor. Det er eksempelvis ikke avgjørende om en endelig begivenhet er en realistisk mulighet eller ikke, dersom en mellomliggende begivenhet allerede har inntruffet, og denne i seg selv er et kursrelevant forhold.

Videre synes utledningen av «realistic prospect» testen ikke å samsvare med Domstolens svar på spørsmål nr. 2 i Daimler-saken, som nettopp knyttet seg til dette kriteriet:

- 45 In order to determine whether it is reasonable to think that a set of circumstances will come into existence or that an event will occur, an assessment must be made on a case-by-case basis of the factors existing at the relevant time.

- 46 Consequently, Article 1(1) of Directive 2003/124, in using the terms ‘may reasonably be expected’, cannot be interpreted as requiring that proof be made out of a high probability of the circumstances or events in question coming into existence or occurring.
- 47 To restrict the scope of point 1 of Article 1 of Directive 2003/6 and Article 1(1) of Directive 2003/124 in respect of future circumstances and events to such a degree of probability would undermine the objectives referred to in paragraph 33 of this judgment, namely to protect the integrity of the European Union financial markets and to enhance investor confidence in those markets. In such a scenario, insiders would be able to derive undue benefit from certain information which, under such a restrictive interpretation, would be held not to be precise, to the detriment of others who are unaware of it.
- 48 However, in order to ensure legal certainty for market participants, including issuers, as referred to in recital 3 in the preamble to Directive 2003/124, precise information is not to be considered as including information concerning circumstances and events the occurrence of which is implausible. Otherwise, issuers could believe that they are obliged to disclose information which is not specific or is unlikely to influence the prices of their financial instruments.

Det er med andre ord ikke et krav til «høy sannsynlighet», men motsatt heller ikke informasjonsplikt om de «implausible» (usannsynlige) forhold. Hva den eksakte vurdering skal gå ut på, er derimot ikke klart ut fra Daimler-saken:

- 49 It follows that, in using the terms ‘may reasonably be expected’, Article 1(1) of Directive 2003/124 refers to future circumstances or events from which it appears, on the basis of an overall assessment of the factors existing at the relevant time, that there is a realistic prospect that they will come into existence or occur.
- 50 The question whether the required probability of occurrence of a set of circumstances or an event may vary depending on the magnitude of their effect on the prices of the financial instruments concerned must be answered in the negative.
- 51 In the first place, there is nothing to infer such an interpretation of the meaning of the terms ‘may reasonably be expected’ from any of the language versions referred to in paragraph 42 of this judgment.
- 52 Secondly, an interpretation to the effect that, the greater the magnitude of the possible effect of a future event on the prices of the financial instruments concerned may be, the lower the degree of probability required in order for the information in question to be held to be precise, would imply that the two elements required for information to be inside information, set out in Article 1(1) and (2) of Directive 2003/124 respectively, namely that the information must be precise and must be likely to have a significant effect on the prices of the financial instruments concerned, are co-dependent.
- 53 The specific criteria set out in those two paragraphs are minimum conditions which must each be satisfied in order for information to be held to be ‘inside’ information within the meaning of point 1 of Article 1 of Directive 2003/6.
- 54 As observed by the United Kingdom Government in its observations submitted to the Court, the possibility cannot be ruled out that information relating to an event which is unlikely to occur may have a significant effect on the price of the relevant issuer’s securities in that the

consequences of that event might have particularly strong consequences for the issuer. That does not necessarily mean that the event will occur.

55 It is true that, as is apparent from recital 1 in the preamble to Directive 2003/124, reasonable investors base their investment decisions on all ex ante available information. They must therefore take into consideration not only the 'anticipated impact' of an event on the issuer, but also the degree of probability that the event will occur. Such considerations, however, go to determining whether information is liable to have a significant effect on the prices of the issuer's financial instruments.

56 In the light of the foregoing considerations, the answer to the second question is that Article 1(1) of Directive 2003/124 must be interpreted as meaning that the notion of 'a set of circumstances which exists or may reasonably be expected to come into existence or an event which has occurred or may reasonably be expected to do so' refers to future circumstances or events from which it appears, on the basis of an overall assessment of the factors existing at the relevant time, that there is a realistic prospect that they will come into existence or occur. However, that notion should not be interpreted as meaning that the magnitude of the effect of that set of circumstances or that event on the prices of the financial instruments concerned must be taken into consideration.

[...]

2. Article 1(1) of Directive 2003/124 must be interpreted as meaning that the notion of 'a set of circumstances which exists or may reasonably be expected to come into existence or an event which has occurred or may reasonably be expected to do so' refers to future circumstances or events from which it appears, on the basis of an overall assessment of the factors existing at the relevant time, that there is a realistic prospect that they will come into existence or occur. However, that notion should not be interpreted as meaning that the magnitude of the effect of that set of circumstances or that event on the prices of the financial instruments concerned must be taken into consideration.

Det dreier seg i denne saken om en trinnvis prosess, og det vil i slike situasjoner alltid være vanskelig å fastslå når innsideinformasjon oppstår. Det har både i rettspraksis og i børspraksis vært et komplisert og uklart tema, og selv om terskelen nå er senket, blir grensedragningen for når innsideinformasjonen forelå fremdeles vanskelig. Lovendringen som fant sted i 2005 medfører at tidligere praksis fra børsen og Børsklagenemnden med hensyn til når informasjonsplikten inntreffer, ikke lenger er relevant.

For ordens skyld presiseres at Børsklagenemnden ikke legger noen vekt på Intex' egen meddelelse til børsen om føring av innsidelister, som kan bero på en misforståelse.

Hva som er innsideinformasjon må baseres på en vurdering av kursrelevansen knyttet til hvert enkelt identifiserbart steg i forhandlingsprosessen, herunder om det på et stadium før offentliggjøring var en realistisk mulighet for å nå frem til en avtale, og om dette i seg selv kunne antas å ha kursmessig relevans i lys av den aktuelle avtalens betydning for selskapet og markedets forventninger.

Hvilket sannsynlighetskrav som ligger i kravet til «realistisk mulighet» er som sagt ikke klart. Tradisjonell norsk forståelse av dette begrepet har vært at det kreves mindre enn sannsynlighetsovervekt. Daimler-saken antyder at kravet til sannsynlighet må stilles noe høyere enn det.

I lys av at det uansett må foretas en bedømmelse av kursrelevansen for de mellomliggende (inntrufne) forhold i en begivenhetsrekke (det være seg en avtaleinngåelse eller annen beslutning), er det fristende å stille strengere krav til sannsynligheten og primært spørre seg om de mellomliggende forhold i seg selv kan antas å ha kurseffekt, dersom de blir kjent. Dette er den tolkning som best synes å harmonere med det reviderte forslaget til MAR, og som harmonerer godt med den norske lovteksten. Det synes – sagt med andre ord – lite tilfredsstillende å konkludere med at informasjonsplikt skal inntre utfra en analyse i ettertid av hvor sannsynlig det fremsto at det ville blitt inngått en avtale, dersom en offentliggjøring av de konkrete omstendigheter/forhold som faktisk forelå, ikke ville hatt en slik effekt. En annen sak er at man ved bedømmelsen av kursrelevansen av de «mellomliggende forhold» vil legge stor vekt på sannsynligheten for at den endelige (og for selskapet rettsetablerende) begivenhet vil inntre. Men ved denne bedømmelsen vil det – slik Domstolen skriver i Daimler-saken – ikke kun være sannsynligheten som er viktig, men også den mulige kurseffekten.

En slik praktisering gir også selskapene et, etter nemndens syn, bedre og mer forutsigbart vurderingstema. Selskapene må foreta en vurdering av kursrelevansen av de fremtidige begivenheter som fremstår å ha sannsynlighetsovervekt, samtidig som man må vurdere kursrelevansen av de fakta som til enhver tid foreligger. Mulighetene for et selskap vil alltid være mange, mens de mulighetsutfallene som har sannsynlighetsovervekt for seg, vil være færre.

Når det gjelder Intex' situasjon i desember 2011 fremstår det for Børsklagenemnden vanskelig å fastslå med sannsynlighetsovervekt at de ville komme til å inngå avtale med MCC8. Nemnden viser i denne forbindelse til klagers redegjørelse for den usikkerhet som forelå, samt redegjørelsen fra Emerging Asia Capital («EAC») av 12. februar 2013.

Nemnden har herunder også lagt vekt på at Intex og deres innleide hjelpere siden 2010 hadde vært i kontakt med svært mange mulige kjøpere/investorer/partnere uten å lykkes og hadde også andre alternativer på det tidspunkt de startet samtalen med MCC8 i november 2011. Det var f. eks. enighet om at et mulig prosjekt med Samsung ikke skulle droppes før intensjonsavtalen med MCC8 faktisk var blitt signert.

Intex hadde på dette tidspunkt bred erfaring med diskusjoner og forhandlinger med asiatiske gruveoperatører, der man de siste par år hadde vært i kontakt med i underkant av 100 aktører, og ennå ikke hadde lykkes med slutføring av en avtale. Ledelsen i Intex var derfor av den oppfatning at det også i dette tilfellet kunne komme opp nye forhold som ville vanskeliggjøre en avtaleinngåelse.

Det faktiske forholdet per 23. desember 2011 var, slik nemnden oppfatter det, at William He, administrerende direktør i MCC8, og rådgiverne i EAC hadde blitt enige om at det var en god ide å få plass en MoU som et første seg på veien for å få med den kinesiske nikkelproduzenten Jinchuan som partner i prosjektet. William He hadde fått oversendt utkast til en MoU fra selskapets rådgiver, EAC, og gitt uttrykk for en overordnet felles forståelse.

Samme dag, den 23. desember 2011, svarer styreleder Jan Vestrum at dersom MoUen kan ferdigstilles i løpet av noen dager, er han villig til å dra til Hong Kong den 2. eller 3. januar. William He kommer med forslag om et detaljert program for besøket som legger opp til signering av intensjonsavtalen den 4. januar 2012.

På dette tidspunkt hadde MCC8 ikke oversendt sine første merknader til MoU, disse ble oversendt 26. desember 2011. Klager opplyser at det deretter ble utvekslet flere utkast til MoU mellom partene, der blant annet ordlyden knyttet til *Definitive Feasibility Study* ble endret flere ganger, og i Hong Kong 4. januar fikk Vestrum overlevert et revidert utkast til MoU fra MCC8 der det blant annet

var gjort den endring at Intex skulle stå for finansieringen av den oppdaterte *Definitive Feasibility Study*.

Fra norsk side ble MoUen i romjulen gjennomgått og kommentert av Advokatfirmaet Thommessen AS og Jon Steen Petersen, administrerende direktør i Intex. Styreleder Vestrum la frem forslaget for sitt styre 29. desember og fikk da fullmakt til å sluttforhandle.

Parallelt med dette ble MoUen bedt oversatt til mandarin med sikte på fremleggelse og godkjenning i MCC8s styre. Endelig godkjenning i MCC8s styre kom 4. januar 2012 etter at man var blitt enige om en kompromissløsning om finansieringen av *Definitive Feasibility Study* på grunnlag av det reviderte utkastet som ble presentert den 4. januar.

Børsklagenemnden har under tvil kommet til at de ovennevnte forhold ikke er av en slik karakter at det er naturlig å anse dette som innsideinformasjon med virkning for informasjonsplikten, og at informasjonsplikt først forelå i nær tilknytning til signeringstidspunktet.

Børsklagenemnden finner grunn til å legge til at de vanskelige grensedragningene disse bestemmelsene innebærer, tilsier at selskapene har en god dialog med børsen og på et tidlig tidspunkt konsulterer børsen om prosesser som kan utvikle seg til innsideinformasjon.

Børsklagenemnden fattet deretter slikt enstemmig

vedtak:

Børsstyrets vedtak av 30. januar 2013 om å ilegge Intex Resources ASA overtredelsesgebyr for overtredelse av løpende informasjonsplikt oppheves.

4.2.1.2 Børsklagenemndens sak 2/2013 : Dekning av saksomkostninger

Avgjørelse av 26. juni 2013 i sak om krav om dekning av saksomkostninger fremsatt av Intex Resources ASA etter Børsklagenemndens vedtak av 16. april 2013 om opphevelse av Oslo Børs ASAs vedtak 30. januar 2013 om å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på plikten til å melde innsideinformasjon til markedet etter verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd.

1. Innledning

Børsklagenemnden fattet 16. april 2013 vedtak med slik konklusjon:

Børsstyrets vedtak av 30. januar 2013 om å ilegge Intex Resources ASA overtredelsesgebyr for overtredelse av løpende informasjonsplikt oppheves.

Intex Resources ASA («Intex») representert ved Advokatfirmaet Thommessen AS har i brev til Børsklagenemnden av 7. mai og 23. mai 2013 fremsatt krav om dekning av saksomkostninger etter forvaltningslovens § 36 jf børsloven § 40.

Børsklagenemnden har behandlet saken ved sirkulasjon av sakspapirer.

Ved behandlingen deltok Bjørg Ven (leder), Knut Bergo (nestleder), Trygve Bergsåker, Espen Klitzing, og Jøril Mæland.

2. Kompetansespørsmålet

Børsloven § 40 sier at forvaltningslovens kapittel VI (om klage og omgjøring) får anvendelse på vedtak fattet av Børsklagenemnden. Ifølge forvaltningsloven § 36 tredje ledd skal «spørsmålet om en part skal få dekning for sakskostnader, avgjøres av klageinstansen». Børsklagenemnden er klageinstans for vedtak fattet av Oslo Børs, jf. børsloven § 41 jf. 40.

Børsklagenemndens er således kompetent til å treffe avgjørelse med hensyn til kravet som er fremsatt.

3. Det fremsatte krav

Intex fremhever følgende i sitt brev av 7. mai 2013:

Det følger av børsloven § 40 at blant annet forvaltningslovens kapittel VII (herunder § 36) får anvendelse når børsen treffer avgjørelse etter verdipapirhandeloven § 17-4 tredje ledd. Videre følger av børsloven § 41 tredje ledd at forvaltningsloven kommer til anvendelse for nemndens virksomhet.

Børsforskriften § 40 angir en spesialbestemmelse som regulerer sakskostnadsansvaret i saker for regulert marked eller børsklagenemnden. I likhet med forvaltningsloven § 36 (2) gjelder bestemmelsen tvist "mellom (...) parter", i motsetning til en tvist mellom en part og forvaltningsorganet. Etter vår oppfatning kommer derfor ikke bestemmelsen til anvendelse når Intex' motpart i børsklagen var forvaltningsorganet.

Retten til dekning av sakskostnader reguleres derfor fullt ut av forvaltningsloven § 36 (...).

Etter forvaltningsloven § 36 første ledd har en part som har fått et vedtak endret til gunst for seg, krav på å få dekket "vesentlige kostnader som har vært nødvendige for å få endret vedtaket". Foreliggende sak har reist en rekke kompliserte spørsmål av faktisk og juridisk art, og selskapet har derfor pådratt seg vesentlige kostnader som har vært nødvendige for å få endret børsens vedtak. Det vises til at saken reiste prinsipielle spørsmål knyttet til børsens etablerte praktisering av reglene om løpende informasjonsplikt, og dette gjorde det særlig nødvendig å foreta en grundig beskrivelse av sakens faktiske og juridiske sider. Retten til dekning av sakskostnader kan falle bort dersom årsaken til at det opprinnelig ble truffet et annet vedtak enn det endelige vedtaket, skyldtes Intex' eget forhold eller "forhold utenfor partens og forvaltningens kontroll, eller andre særlige forhold taler mot det".

I foreliggende sak kan Intex opplagt ikke klandres for børsens opprinnelige vedtak, og endringen skyldtes heller ikke forhold utenfor partenes kontroll. Vi kan heller ikke se at det foreligger "særlige forhold" som tilsier at man fraviker lovens klare utgangspunkt om at parten skal få tilkjent saksomkostninger, jf. også Innst. O. nr. 4 (1994-95) side 10 og Justisdepartementets rundskriv 2/1995 side 14. Sakens faktiske side fremsto på samme måte for børsen som for Børsklagenemnden. Det nevnes særskilt at den erklæringen som ble avgitt av EAC i anledning klagen ikke brakte noe nytt faktum inn i saken, siden den kun bekreftet det selskapet allerede hadde anført og dokumentert. Det forhold at selskapets primære anførsel i klageomgangen ikke førte frem, kan heller ikke være relevant ved vurderingen av kostnadsspørsmålet.

4. Børsklagenemndens vurderinger

4.1 Lovens og forskriftens ordlyd

Det følger av børsløven § 40 at forvaltningslovens kapittel VI (om klage og omgjøring) får anvendelse på vedtak fattet av Børsklagenemnden.

Forvaltningslovens § 36 inngår blant disse bestemmelsene, og lyder som følger:

Når et vedtak blir endret til gunst for en part, skal han tilkjennes dekning for vesentlige kostnader som har vært nødvendige for å få endret vedtaket, med mindre endringen skyldes partens eget forhold eller forhold utenfor partens og forvaltningens kontroll, eller andre særlige forhold taler mot det.

I sak som vesentlig er en tvist mellom parter, kan den part som har satt fram krav om endring av et vedtak, men ikke har fått medhold i spørsmål av noen betydning, pålegges å betale den annen part helt eller delvis de særlige sakskostnader som kravet har ført med seg. Det skal legges vekt på om vedkommende hadde fyldestgjørende grunn til å kreve endring av vedtaket, om det er rimelig ut fra sakens art og motpartens forhold å pålegge kostnadsansvar.

Spørsmålet om en part skal få dekning for sakskostnader, avgjøres av klageinstansen, men av underinstansen dersom underinstansen har truffet nytt vedtak i saken. Det organ som treffer avgjørelsen, er ansvarlig for at det offentliges utgifter etter første ledd blir dekket, men har kostnadsansvaret sitt grunnlag i mangel ved vedtaket eller saksforberedelsen, kan fastsettes at ansvaret helt eller delvis skal ligge hos det eller de avgjørsorganer som var ansvarlig for mangelen. Kravet må settes fram senest 3 uker etter at melding om det nye vedtak er kommet fram til vedkommende, dog gjelder § 29 fjerde ledd samt §§ 30-32 tilsvarende. Avgjørelsen kan påklages etter reglene i dette kapittel om ikke annet er fastsatt av Kongen. For særskilte saksområder kan Kongen fastsette klageregler som utfyller eller avviker fra disse regler, herunder om klage når avgjørelsen er tatt av kommunestyreorgan som nevnt i § 28 annet ledd. Sakskostnader som er tilkjent en part etter reglene i annet ledd, kan tvangsinndrives etter reglene for dommer.

Dersom vedtaket er blitt endret, skal parten gjøres merksam på retten til å kreve dekning for sakskostnader, med mindre det er usannsynlig at han har hatt vesentlige sakskostnader eller det må antas at han eller hans fullmektig kjenner retten. Dersom det i andre tilfelle finnes rimelig at spørsmålet om dekning for sakskostnader blir vurdert, bør parten gis nødvendig vegledning.

Det følger av børsløven § 42 tredje ledd at

[d]epartementet kan gi nærmere regler om når en part kan bli tilkjent saksomkostninger fra det offentlige og om en parts rett til dekning av saksomkostninger fra andre parter.

Med hjemmel i børsløven § 42 tredje ledd er det i børsforskriften § 40 gitt følgende bestemmelse om sakskostnader:

§ 40. Saksomkostninger

(1) I en sak som i det vesentlige er en tvist mellom to eller flere parter, avgjør børsklagenemnden om en part som helt eller delvis har vunnet frem med sitt krav, helt eller

delvis skal få dekket sine omkostninger i klagesaken av en eller flere av de øvrige parter. Ved avgjørelsen skal det, foruten utfallet av saken, særlig legges vekt på om saken var tvilsom eller om det av andre grunner var rimelig å bringe saken inn for børsklagenemnden.

(2) Første ledd gjelder tilsvarende for regulert marked ved avgjørelser i saker som nevnt, overfor den part som har fremsatt krav om et vedtak, men ikke har fått medhold i spørsmål av noen betydning.

(3) Krav på tilkjennelse av saksomkostninger må fremsettes før regulert marked eller børsklagenemnden treffer sin avgjørelse i saken. Saksomkostningskrav som fremsettes senere, skal det ses bort fra.

(4) Regulert markeds avgjørelse av saksomkostningskrav etter denne paragraf kan prøves av børsklagenemnden i den utstrekning saken bringes inn for klagenemnden. For øvrig kan avgjørelsen av saksomkostningskrav bare påklages til børsklagenemnden hvis den er beheftet med feil i saksbehandlingen eller lovanvendelsen. Børsklagenemndens avgjørelse av saksomkostningskrav kan ikke påklages.

(5) Krav på saksomkostninger er tvangsgrunnlag for utlegg, jf. tvangsfullbyrdsloven § 7-2 bokstav e.

Børsforskriften § 40 inneholder således en særbestemmelse om dekning av saksomkostnader i «sak som vesentlig er en tvist mellom parter», som supplerer den alminnelige bestemmelse i forvaltningsloven § 36 annet ledd.

Bestemmelsen sier intet eksplisitt med hensyn til om en part har krav på dekning av omkostninger fra det offentlige, når parten vinner frem med en klage.

Spørsmålet er imidlertid om retten til saksomkostnader må anses uttømmende regulert i børsforskriften § 40, slik at § 36 første ledd om dekning av saksomkostnader fra det offentlige ikke kommer til anvendelse.

Børsklagenemnden mener at børslovens og børsforskriftens ordlyd tilsier at bestemmelsen skal forstås som å være uttømmende.

Børsloven § 40 må utvilsomt forstås slik at forvaltningslovens bestemmelser ikke kommer til anvendelse i den utstrekning det i børsloven, eller i forskrift med tilstrekkelig hjemmel i børsloven, er gjort unntak fra bestemmelsene i forvaltningsloven, eller gitt spesialregler. Dette følger etter Børsklagenemndens syn av alminnelige tolkingsregler ("lex specialis").

Skal en forskrift gjøre unntak fra en lovbestemmelse, må hjemmelsbestemmelsen gi tilstrekkelig grunnlag for dette ("derogasjon").

Forvaltningslovens § 28 inneholder en generell derogasjonshjemmel for reglene om klage i forvaltningssaker og har følgende ordlyd:

For særskilte saksområder kan Kongen fastsette klageregler som utfyller eller avviker fra reglene i dette kapittel. Forskrift som begrenser klageretten eller som ellers vesentlig endrer reglene til skade for partsinteresser, kan bare gis når tungtveiende grunner taler for det.

Børsforskriften er ikke fastsatt i medhold av denne bestemmelsen, og det kan således ikke legges til grunn at forvaltningsloven § 36 første ledd er fraveket i medhold av forvaltningslovens egen derogasjonshjemmel.

Børsloven § 42 sier imidlertid at «[d]epartementet kan gi nærmere regler om når en part kan bli tilkjent saksomkostninger fra det offentlige og om en parts rett til dekning av saksomkostninger fra andre parter». Etter ordlyden er det således opp til departementet i forskrift å bestemme om og når en part skal tilkjennes saksomkostninger fra det offentlige og fra andre parter (enn det offentlige), herunder fravike forvaltningsloven § 36 første ledd.

Denne hjemmelen har departementet benyttet til å gi bestemmelser om at en part i gitte tilfeller skal ha dekket omkostninger fra andre parter enn det offentlige.

4.2 Historikk og forarbeider

Børsklagenemnden mener at bestemmelsenes historikk og forarbeider også viser at det var lovgivers mening at departementet skulle stå fritt i så måte.

Det er her naturlig å gå tilbake til forhistorien til børsloven av 1988, til Kraby-utvalgets «utredning om behandlingen av børsklager», datert 21. november 1988. Her drøftet utvalget om det burde gjøres unntak fra partenes krav på saksomkostnader fra det offentlige og partenes krav mot hverandre om dekning av saksomkostninger. Utvalget skrev blant annet følgende om dekning av saksomkostnader fra det *offentlige*: (s. 49 og 50):

Offentlig myndighetsutøvelse i forbindelse med børsvirksomhet har flere særtrekk i forhold til annen forvaltningsvirksomhet. Det dreier seg her om en spesielt opprettet markedsplass hvor aktørene får slippe til mot å underkaste seg de regler som til enhver tid gjelder. Den regulering som gjelder har i stor grad preg av "spilleregler" som er innført i markedets og aktørenes interesse. Det bør også fremheves at Oslo Børs er en selvfinansierende institusjon hvor utgiftene utlignes på de 50 enkelte kursnoterte selskaper og børsens medlemmer. Partene i børstvister vil ofte ha stor økonomisk bæreevne, og de vil i utstrakt grad benytte seg av høyt kvalifisert faglig bistand i saken. Omkostningene kan løpe opp i betydelige beløp. Som nevnt vil saker dessuten ofte få hovedvekt på løsningen av tvister mellom private parter. Disse særtrekk ved børsvirksomheten som forvaltningsområde medfører at de bærende hensyn bak forvaltningsloven § 36 ikke kan ha den samme tyngde ved avgjørelser innen dette området.

Forvaltningsloven § 28 siste ledd gir hjemmel til å fastsette regler som avviker fra reglene i kapitlet om klage. § 36 om saksomkostninger står i klagekapitlet. De særhensyn som det er redegjort for ovenfor, taler for at forholdet reguleres uttrykkelig. Dette bør skje i børsloven. Arbeidsgruppen har utarbeidet utkast til lovbestemmelse som fastsetter at nærmere bestemmelser kan gis i børsforskriftene. Regelen bør være at det offentlige ikke blir ansvarlig for partenes omkostninger, heller ikke i de tilfellene der klagen fører frem pga ugyldighet for børsstyrets vedtak. I tvist mellom private parter bør saksomkostningene bæres av dem etter børsstyrets/klagenemndens avgjørelse, se nedenfor pkt 9.2. Dersom børsen bringer opp en sak mot et børsnotert selskap eller et børsmedlem, bør synspunktet selvregulering slå gjennom, slik at parten bærer sine egne omkostninger også der børsstyrets avgjørelse blir omgjort av klagenemnden. Derimot er det ikke rimelig at parten i dette tilfellet må erlegge noe klagegebyr for behandlingen i klagenemnden.

Utvalget skrev bl.a. følgende om dekning av saksomkostnader fra den *annen part* (s. 52):

Børssakenes karakter tilsier etter arbeidsgruppens oppfatning at det gis regler om at den som har fått medhold i krav kan tilkjennes dekning for saksomkostninger fra motparten . Her bør det utarbeides regler i børsforskriftene som gjelder både behandlingen i første instans og i omgjøringsomgangen. Saksomkostningsansvaret vil også omfatte det gebyr som klageren har måttet betale.

Arbeidsgruppen foreslo på denne bakgrunn å gi følgende hjemmel i børsløven:

«I børsforskriftene kan det fastsettes regler om når en part kan bli tilkjent saksomkostninger fra de offentlige og om en parts rett til dekning av saksomkostninger fra andre parter».

I Ot.prp. 54 (1988-89) drøftet departementet forholdet til forvaltningsloven § 36 og uttalte bl.a. følgende (s. 10):

Oslo Børs er en selvfinansierende institusjon hvor utgiftene utlignes på de enkelte børsnoterte selskaper og børsens medlemmer. Partene i børsstviser vil ofte ha stor økonomisk bæreevne, og de vil i utstrakt grad benytte seg av høyt kvalifisert faglig bistand i saken. Omkostningene kan komme opp i betydelige beløp. Som nevnt vil saker dessuten ofte få hovedvekt på løsning av tvister mellom private parter. Disse særtrekk ved børsvirksomheten som forvaltningsområde medfører at de bærende hensyn bak forvaltningsloven § 36 ikke kan tillegges den samme tyngde her som ellers. Det er ikke noen naturlig oppgave for det offentlige, eventuelt ved en offentlig institusjon som Oslo Børs, å dekke partenes utgifter til saksforberedelse. De særhensyn det er redegjort for, taler for at forholdene reguleres uttrykkelig. Arbeidsgruppen tilrødte at dette ble gjort i forskrift med hjemmel i forvaltningsloven § 28. Departementet finner det hensiktsmessig at det blir gitt en egen hjemmel i børsløven til å regulere dette i børsforskriftene for børsrettens vedkommende. Utkastet til § 6-5 er utarbeidet i samsvar med dette.

Hovedregelen bør være at det offentlige ikke blir ansvarlig for partenes omkostninger. Heller ikke hvor klagen fører frem og børsstyrets vedtak er ugyldig. Men det bør i særlige tilfelle være anledning til å gjøre unntak fra dette prinsippet – særlig når tvisten ikke er en sak mellom private parter med lik økonomisk bæreevne.

Departementets forslag om lovhjemmel ble så vedtatt som ny § 6-5 annet ledd i børsløven av 1988.

Denne lovhjemmelen ble senere videreført i børsløven fra 2000 som § 7-2 tredje ledd, og som § 42 tredje ledd i någjeldende børslov 2007.

Børsforskriftene fra 1989 inneholdt ingen særlig regulering av retten til saksomkostnader.

I børsforskriftene fra 1994 kom derimot følgende bestemmelse inn:

§26-7. Saksomkostninger

I en sak som i det vesentlige er en tvist mellom to eller flere parter, avgjør børsklagenemnden om en part som helt eller delvis har vunnet frem med sitt krav, for en del eller fullt ut skal få dekket sine omkostninger i klagesaken av en eller flere av de øvrige parter. Ved avgjørelsen skal det, foruten utfallet av saken, særlig legges vekt på om saken var tvilsom eller om det av andre grunner var rimelig å bringe saken inn for børsklagenemnden.

Første ledd gjelder tilsvarende for børsstyret ved avgjørelser i saker som nevnt, overfor den part som har fremsatt krav om et vedtak, men ikke har fått medhold i spørsmål av noen betydning.

Krav på tilkjennelse av saksomkostninger må fremsettes før børsstyret eller børsklagenemnden treffer sin avgjørelse i saken. Krav på saksomkostninger som fremsettes senere er tapt.

Børsstyrets avgjørelse av saksomkostningskrav etter denne paragraf kan prøves av børsklagenemnden i den utstrekning saken selv bringes inn for klagenemnden. Forøvrig kan avgjørelsen bare påklages til børsklagenemnden hvis den er beheftet med feil i saksbehandlingen eller lovanvendelsen. Børsklagenemndens avgjørelse av saksomkostningskrav kan ikke påklages.

Tilkjente saksomkostninger kan inndrives etter reglene for dommer.

Bestemmelsen er likelydende med dagens børsforskrift § 40 med noen mindre justeringer.

Bakgrunnen for § 26-7 var følgende: Et utkast til ny børsforskrift var blitt sendt på høring i 1991, uten at det der var foreslått regler om saksomkostnader.

Tore Schei, daværende leder av Børsklagenemnden, sendte 10. juni 1991 en høringsmerknad:

Jeg tillater meg å henlede departementets oppmerksomhet på at børslovens § 6-5 (2) hvor det er angitt at det i børsforskriftene "kan fastsettes regler om når en part kan tilkjennes saksomkostninger fra det offentlige og om en parts rett til dekning av saksomkostninger fra andre parter". Den hjemmel for å fastsette unntak fra de alminnelige saksomkostningsregler i forvaltningsloven som her er gitt, er ikke benyttet.

Bakgrunnen for regelen i børsloven § 6-5 (2) var at departementet ikke fant den alminnelige saksomkostningsregel i forvaltningsloven § 36 for god i børsklagesaker. Jeg viser til Ot.prp. nr. 54 (1988-89) s 9-10 og s 27-29 (Krabyutvalgets innstilling).

Hvilken rett partene bør ha til å få sine utgifter dekket av det offentlige, vil i atskillig utstrekning bero på en samfunnsmessig betont avveining. Jeg finner ikke å ville uttrykke noen bestemt oppfatning om hvordan regelen her bør være, men det bør nok overveies om ikke tiden nå er kommet til å bruke den hjemmelen som på dette punkt er gitt i børsloven § 6-5(2). Som departementet peker på i Ot.prp. nr. 54, gjør det i børsaker seg i atskillig grad gjeldende andre hensyn enn i de fleste andre typer forvaltningsaker.

Om en parts krav på å få dekket saksomkostnader fra en annen part, skriver Schei følgende:

Når det gjelder en parts krav på å få dekke saksomkostningene fra en annen part, er det min bestemte oppfatning at dette bør reguleres i børsforskriftene [...]. Den regel vi har i forvaltningslovens § 36, gir utelukkende hjemmel til å bestemme at den som (i det vesentlige) forgjeves har påklaget et vedtak helt eller delvis skal betale motpartens saksomkostninger. Det er f.eks. ikke hjemmel for å tilkjennes omkostninger i de tilfeller hvor klagen har ført fram. Etter mitt skjønn tilsier klare rimelighetsgrunner at der det i børsaker opptrer private parter mot hverandre, bør det være en langt videre adgang enn nå til å tilkjennes saksomkostninger. Utgangspunktet bør, som i tvistemål for domstolene, være at den som vinner frem med sitt krav, har rett til å få omkostningene dekket av motparten. De konkrete tilfeller vil kunne variere sterkt, og det er etter min mening grunn til å forsøke å gi enkle regler. Jeg kunne antydningvis tenke meg saksomkostningsregelen utformet slik: []»

Schei foreslo en bestemmelse som er likelydende med den som ble inntatt i børsforskriften fra 1994 – med unntak av annet ledd, om at regelen gjelder tilsvarende i saker for børsstyret, og en tilføyelse i

tredje ledd om saksbehandlingen, tilføyelsene kom med etter forslag fra Oslo Børs i et brev av november 1993.

Finansdepartementet fastsatte så ny børsforskrift i 1994 med bl.a. § 26-6 som referert ovenfor. Bestemmelsen omhandler imidlertid som sagt ikke eksplisitt dekning av saksomkostninger fra det offentlige, og den er ikke utformet som et unntak fra den alminnelige saksomkostningsregel i forvaltningsloven § 36 først ledd, slik Schei hadde formulerte det.

Forholdet til forvaltningsloven § 36 ble kort omtalt i forarbeidene til børsløven av 2000. I NOU 1999:3 (om organisering av børsvirksomhet mv.) s. 72 sies følgende:

For klagebehandlingen i børsklagenemnden gjelder reglene i forvaltningsloven kapittel VI supplert med spesialregler i børsforskriften kapittel 26. Blant annet gjelder en to-ukers klagefrist og korte frister for eventuelle andre parter tilsvar og for børsens og klagenemndens behandling av klagesaker. [...] Det er videre gitt regler om at klager kan ilegges klagenemndens og børsstyrets saksomkostninger dersom klager ikke gis medhold, og om partenes saksomkostninger i saker som i det vesentlige er en tvist mellom to eller flere parter. I tillegg må det antas at forvaltningsloven § 36 om partens krav på dekning av sine saksomkostninger fra forvaltningsorganet når et vedtak omgjøres til gunst for parten, gjelder for børsens vedtak. Børsløven § 6-5 annet ledd angir at det i børsforskriften kan fastsettes regler om når en part kan bli tilkjent saksomkostninger fra det offentlige. I forarbeidene til bestemmelsen er det påpekt at særtrekk ved børsvirksomheten som forvaltningsområde tilsier at hovedregelen bør være at børsen ikke blir ansvarlig for partenes saksomkostninger, jf. Innst. O nr 81 (1988-89) side 6. Det er ikke gitt slike særregler i børsforskriften, slik at forvaltningsloven § 36 gjelder, jf også børsklagenemndens sak 2/92 (vår utheving).

I Ot. prp. nr. 73 (1999-2000) om lov om børsvirksomhet (børsløven) s. 163 tok imidlertid Finansdepartementet avstand fra denne (uthevede) oppfatningen:

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å videreføre bestemmelsen i børsløven § 6-5 om at det kan fastsettes forskrift om når en part skal bli tilkjent saksomkostninger fra det offentlige og om en parts rett til dekning av saksomkostninger fra andre parter, jf. lovforslaget tredje ledd. Slike regler er i dag gitt i børsforskriften § 26-6. Det vises i denne sammenheng til at Oslo Børs synes å forutsette at utvalgets forslag vil innebære en videre adgang til å kreve saksomkostninger enn etter dagens regler. Departementet peker på at dette vil avhenge av innholdet i forskriften som kan fastsettes i medhold av den foreslåtte bestemmelse.

Det fulgte videre på s. 212:

Til § 7-2 Dekning av klagenemndens utgifter

Bestemmelsen er omtalt i kapittel 10. Departementet legger til grunn at regler om saksomkostninger gitt i medhold av § 7-2 tredje ledd vil regulere saksomkostningsspørsmålet for børsklagenemnden uttømmende, slik at forvaltningsloven § 36 ikke vil komme til anvendelse for slike saker.

Finansdepartementets oppfatning synes således å ha vært at daværende børsforskrift § 26-7 uttømmende regulerte spørsmålet om saksomkostnader. Tanken synes å ha vært at når børsforskriften gir rett til dekning av omkostninger fra den annen part i de saker som i det vesentlige er en tvist mellom to eller flere parter, så gjør den også unntak fra den alminnelige bestemmelsen i

forvaltningsloven § 36 første ledd om retten til dekning av kostnader fra det offentlige for den part som får medhold i en klage.

Det er i norsk rettskildetradisjon ikke samme grunnlag for å legge vekt på oppfatninger/intensjoner ved tolking av forskrifter, som det er for å vedlegge lovkonsipistenes oppfatninger/intensjoner ved lovtolking. Etter Børsklagenemndens mening er det imidlertid godt samsvar mellom Finansdepartementets oppfatning slik den er kommet til uttrykk i den siterte proposisjon og ordlyden i de relevante bestemmelser. Reguleringen fremstår som et overveiet, bevisst valg fra departementet. Dette gjør det naturlig å legge avgjørende vekt på ordlyden i bestemmelsene.

Det foreligger etter hva Børsklagenemnden kan se, ingen relevant praksis.

Børsklagenemnden innvilget dekning av omkostninger fra Oslo Børs i sak 2/1992. Dette var imidlertid i den tid da børsforskriftene ikke inneholdt noen bestemmelser om omkostningsdekning, jf. ovenfor. Børsklagenemnden la avgjørende vekt på dette, og anvendte de alminnelige regler i forvaltningsloven § 36 første ledd.

Styrkeforholdet mellom børsen og mange av de børsnoterte selskapene er nok i dag et annet enn da Kraby-utvalget vurderte omkostningsreglene i 1988. Børsene har siden den gang blitt privatiserte, regulerte markeder, men de er samtidig tillagt flere eller utvidede oppgaver med offentligrettslig preg, slik som økt grad av markedsovervåkning. Børsen fremstår i dag som et viktig ledd i den offentlige overvåkingen og kontrollen av markedene for finansielle instrumenter, i mer eller mindre nært samarbeid med Finanstilsynet og Økokrim. Den alminnelige regel i forvaltningsloven § 36 første ledd kan derfor fremstå som egnet også for børsens avgjørelser, også i lys av at overtredelsesgebyr kan ha begrenset størrelse mens de prinsipielle sider kan være dominerende. Intex-saken er en sak der det kanskje burde vært rett til dekning av saksomkostningene.

Det er imidlertid - slik Børsklagenemnden ser det - ingen hjemmel for rimelighetssensur av nåværende børsforskrift.

5. Vedtak

Børsklagenemnden fattet deretter slikt enstemmig

vedtak:

Intex Resources ASA gis ikke medhold i krav om dekning av omkostninger fra Oslo Børs i forbindelse med Børsstyrets vedtak av 31. januar 2013 som opphevet av Børsklagenemnden i sak 1/2013.

4.2.1.3 Northland Resources S.A. – overtredelse av løpende informasjonsplikt (protokoll fra styrebehandling i Oslo Børs ASA 25.06. 2013)

1. Innledning

Saken dreier seg om Northland Resources S.A. ("Northland" eller "selskapet") har brutt verdipapirhandelloven ("vphl.") § 5-2 (1), jf. Oslo Børs' løpende forpliktelser pkt. 3.1.1, ved å unnlate å rettidig offentliggjøre informasjon om forventede økte drifts- og investeringskostnad, samt effekt av endrede antagelser om øvrige forhold som ville kunne påvirke selskapets inntekter og finansieringssituasjon. Samlet sett medførte dette at det forelå et identifisert udekket kapitalbehov for selskapet, i all hovedsak knyttet til selskapets gruveprosjekt i Kaunisvaara i Nord-Sverige ("Kaunisvaara-prosjektet").

Northland meddelte i børsmelding av 24. januar 2013, som følge av en lekkasje 23. januar ifm. pågående prosess med kapitalinnhenting, at man hadde identifisert et udekket kapitalbehov for årene 2013-2014 på MUSD 425 og at selskapet planla å styrke sin finansielle stilling⁶² «*Northland to Address Funding Shortfall due to Higher initial Opex and Capex*». Av meldingen fremkom at kapitalbehovet var forventet å bli dekket gjennom utstedelse av ny gjeld og egenkapital på MUSD 375 og ved å trekke på en lånefasilitet på MUSD 50. Selskapets aksjekurs falt samme dag med 65,1 prosent etter at meldingen ble offentliggjort. De to på følgende dagene faller også aksjekursen kraftig.

2. Kort om selskapet

Northland Resources S.A. er et gruveselskap registrert i Luxemburg. Selskapet produserer jernmalkonsentrat, samt innehar flere lete- og utviklingsprosjekter i Nord-Sverige og Nord-Finland. Selskapets hovedkontor er lokalisert i Stockholm.

Kaunisvaara-prosjektet i Nord-Sverige er selskapets viktigste eiendel og består i dag primært av to gruver/forekomster; Tapuli og Sahavaara, hvorav konstruksjonsfasen er fullført og produksjon er startet i førstnevnte. Videre utvikler selskapet et prosjekt for utvinning av jernmalm i en forekomst 15 km vest for Kaunisvaara (Pellivuoma). På finsk side av grensen har Northland ytterligere et prosjekt under utvikling (Hannukainen), med potensiell produksjon av jernmalm-, gull- og kobberkonsentrat.

Northland har sikret seg langsiktige avtaler med hhv. Standard Bank, Tata Steel og Stemcore for salg av sin produksjon av jernmalkonsentrat fra Kaunisvaara-prosjektet. Første utskipping av jernmalkonsentrat fra Narvik til kunde fant sted 25. februar 2013.

Northland ble notert på Oslo Børs i 2006 og var primærnotert på Toronto Stock Exchange («TSX») frem til selskapet ble strøket fra notering 15. mars 2013. Etter strykning på TSX har selskapet fått status som primærnotert på Oslo Børs. Karl-Axel Waplan har vært administrerende direktør (CEO) frem til han fratrådte 10. juni 2013. Samme dag oppnevnte styret i Northland Peter Pernlöf som fungerende administrerende direktør. Anders Hvide har vært arbeidende styreformann frem til han fratrådte 3. mai 2013. Samme dag ble styremedlem Matti Kinnunen oppnevnt som fungerende styreformann, og han ble valgt som permanent styreformann i etterkant av generalforsamling avholdt 15. mai 2013.

3. Identifisering av udekket kapitalbehov og planlagt kapitalinnhenting

3.1 Bakgrunn

10. desember 2012 ble Markedsovervåking ved Oslo Børs informert av Pareto Securities AS («Pareto») per telefon at foretaket var engasjert av Northland ifm. at selskapet hadde identifisert et nytt kapitalbehov. Følgende ble loggført i børsens lukkede saksbehandlingssystem:

«Selskapet har oppdaget et nytt kapitalbehov både for sviktende inntekter og økte kostnader. Selskapet er i en tidlig fase for å kartlegge behovet og vil nok ha behov for å bruke noe tid ut i januar. Pareto er hyret som rådgiver og enkelte strategiske investorer er allerede kjent med behovet. Det er foreløpig snakk om et behov på MUSD 250.»

Det bemerkes i denne sammenheng at Pareto underrettet børsen på eget initiativ og uten at Northland hadde kjennskap til underrettelsen.

⁶² Børsmelding av 24.01.2013 - Northland to Address Funding Shortfall due to Higher initial Opex and Capex

19. desember 2012 før børsåpning varsler selskapet, via engasjert advokat, Oslo Børs underhånden (jf. verdipapirforskriften § 5-1 jf. verdipapirhandelloven 5-3). Følgende er loggført fra samtalen:

«Northland har et finansieringsbehov, og man vil arbeide med å gjøre en emisjon/bond issue i slutten av januar. Styret har ikke endelig besluttet dette, heller ikke beløp eller fordeling lån <=> EK, men har nå kontaktet meglerhus for å få deres råd. Mellbye legger derfor opp til utsatt off gjøring, selv om han er noe i tvil. Og fører innsidelister. Innsideinformasjon: Ja»

11. januar 2013 ble det, etter initiativ fra Northland, avholdt et møte mellom Oslo Børs og selskapet. Styreformann i Northland, Anders Hvide, og representanter fra selskapets juridiske rådgiver Advokatkontoret Wiersholm deltok. Børsen var representert ved Markedsovervåking og avdeling for Notering. Følgende ble i etterkant logget i saksbehandlingssystemet:

«Selskapet vil neste uke gå til de største obligasjonseierne for å få en waiver. De vil deretter begynne å kontakte de største aksjonærene for en pre-sounding og med et håp om å gå ut i markedet i uke 4. MUSD 100 i egenkapital og MUSD 175 i obligasjonslån.»

21. januar oppdateres børsen, via selskapet juridiske rådgiver, vedrørende prosessen per telefon. Følgende ble logget i markedsovervåking sitt saksbehandlingssystem:

«Arctic og Pareto er begynt å kontakte obligasjons- og aksjeeiere for å luften muligheten for kapitalinnhenting. De vil bruke ca. 1 uke på dette og lansere transaksjonen neste mandag ettermiddag. De ser innhenting som krevende i lys av at selskapet hentet betydelig med penger i fjor.»

På kvelden 23. januar 2013 mottar Oslo Børs en e-post fra Northlands juridiske rådgivere hvor det ble opplyst at det har funnet sted en lekkasje av innsideinformasjon, og hvor det ble anmodet om suspensjon av selskapets aksjer og noterte obligasjoner⁶³. På bakgrunn av lekkasjen besluttet Oslo Børs, i samråd med Finanstilsynet, å suspendere selskapets aksjer og noterte obligasjoner⁶⁴. Suspensjonen var effektiv fra 24. januar kl. 08:31. Samme dag kl. 14:30 offentliggjør Northland børsmeldingen omtalt innledningsvis under punkt 1. Fra meldingen hitsettes:

"(...)"Northland" or the "Company") announces that it had identified a funding shortfall, and intends to strengthen its financial position. The Company expects to launch an offering consisting of a combination of new debt and new equity, for total gross proceeds up to USD 375 million. In addition, the Company announces its sixth bi-monthly operational and construction update on the Kaunisvaara project.

HIGHLIGHTS

Identified Funding Shortfall

- Additional funding is required due to:
- Higher than expected operating costs in the production ramp-up phase
- Higher capital expenditures than expected
- Lower operating assumption for iron ore price, and adverse movements in exchange rates.
- Planned USD 375 million combined equity and bond offering to secure the planned long-term financing, consisting of:
 - Planned USD 250 million of new equity

⁶³ E-post av 23.01.2013 vedr lekkasje

⁶⁴ Obligasjonene, ticker NORES01 og NORES02, er utstedt av selskapets datterselskap Northland Resources AB

- Planned USD 125 million bond tap
 - Term sheet signed with Stemcor UK Limited ("Stemcor") for a prepayment facility of up to USD 50 million
 - On completion of the financing the Company is expected to be fully funded through the minimum cash point and to full production in the third quarter of 2014
 - Operational expenditures life of mine supported by the revised budget
- (...)

Kl. 15:00 oppheves suspensjonen av handelen i Northlands aksjer og obligasjoner. Selskapets aksjekurs faller fra kr 6,01 til kr 2,01 (dvs. ned 65,1 prosent) som følge av nevnte børsmelding⁶⁵. Dagen etter faller kursen ytterligere 45,2 prosent. Denne dagen gjennomførte selskapet en telefonkonferanse og offentliggjorde en børsmelding som redegjorde for hovedinnholdet i det planlagte tilbudet⁶⁶, uten at dette påvirker aksjekursen vesentlig den siste timen av handelsdagen etter at informasjonen er offentliggjort kl. 15:38. Neste handelsdag, dvs. 28. januar, faller imidlertid aksjen ytterligere 45,2 prosent og ender på kurs kr 0,63. Selskapets noterte obligasjonslån faller ca. 9-10 % dagen etter meldingen, men faller i de påfølgende dager betydelig mer.

Den 5. februar 2013, dagen etter at tilbudsperioden utløp, offentliggjorde selskapet gjennom børsmelding at man ikke var i stand til å gjennomføre tilbudet etter utløp av tilbudsperioden, og at man ville se på alternative langsiktige finansieringsløsninger for selskapet⁶⁷.

I etterkant har Northland lagt frem et nytt forslag til reorganisering, som igjen ble endret da man ikke lyktes med å få tilstrekkelig tegning av nytt obligasjonslån. Løsningen som ble lagt frem per 20. mai 2013 innebar refinansiering av gjeld og ny obligasjonsutstedelse. Dersom denne løsningen hadde blitt gjennomført ville det medført at dagens aksjonærer i etterkant vil ha en eierandel på ca. 3,1 % i selskapet. Selskapet klarte imidlertid ikke å få fulltegnet tilbudet om tegning av ny obligasjonsgjeld, og trakk tilbudet 24. mai 2013. Samtidig lanserte man et forsøk på en brofinansiering på USD 35 millioner. Etter børsslutt samme dag meddelte Selskapet at Norsk Tillitsmann, på vegne av selskapets obligasjonseiere, hadde sperret selskapets tilgang til egne bankkonti. Som følge av dette besluttet selskapet at «*none of the companies in the Group shall order or receive any goods or services*». Før børsåpning neste handelsdag ble Northland aksjen og datterselskapets utstedte obligasjonslån suspendert. 30. mai meldte selskapet at man hadde lyktes med å få fulltegnet et obligasjonslån på USD 335 millioner som del av restrukturingsløsning. Suspensjonen ble opprettholdt frem til 4. juni 2013, etter at restruktureringen av selskapet ble godkjent av eksisterende obligasjonseiere og selskapet meddelte at operasjonell drift ble gjenopptatt.

Selskapet har vært gjenstand for særlig observasjon, jf. Løpende forpliktelser punkt 14.4, siden 5. februar 2013.

3.2 Børsens undersøkelser

Basert på lekkasjen kvelden 23. januar og børsmelden av 24. januar, kontrollerte børsen rutinemessig omstendighetene rundt kursutviklingen. Som følge av dette rapporterte man ett forhold til Finanstilsynet vedrørende den inntrufne lekkasjen, samt handelsdata som grunnlag for tilsynets videre undersøkelser. Videre ønsket Oslo Børs å gjennomgå hvorvidt selskapet hadde overholdt sin informasjonsplikt til markedet (jf. vphl. § 5-2) og herunder å etterprøve hvorvidt det hadde forligget

⁶⁵ Utskrift fra SMARTS 23-24 jan 2013

⁶⁶ Børsmelding av 25.01.2013 – Northland Launches USD 259 million Equity Offering and will Launch USD 125 million Bond Tap Issue

⁶⁷ Børsmelding av 05.02.2013 – Northland Cancels Announced Equity Issue and Bond Tap Issue, Continues to Explore Alternative Financing

grunnlag for utsatt offentliggjøring (jf. vphl. § 5-3) i perioden i forkant av børsmeldingen av 24. januar. Oslo Børs var som nevnt formelt underrettet under hånden fra morgenen 19. desember 2012.

Markedsovervåking startet ultimo januar 2013 en gjennomgang av Northlands forutgående kommunikasjon til markedet, vurdert mot børsmeldingen av 24. januar og den informasjon som var loggført i børsens saksbehandlingssystem. Man kom frem til at man hadde behov for ytterligere opplysninger om prosessen, og besluttet å rette en formell henvendelse til Northland. Den 4. februar ble det oversendt et brev til Northland, hvor man bl.a. ba om selskapets redegjørelse for prosessen som ledet frem til identifiseringen av det økte udekkede kapitalbehovet og planen for kapitalinnhenting, når selskapet anså at det oppstod innsideinformasjon (jf. vphl § 3-2), selskapets kommunikasjon til markedet og til tegnere av obligasjonsgjeld som ble opptatt i perioden nevnte prosesser pågikk og man ba om at selskapets innsidelister ble oversendt⁶⁸.

Oslo Børs mottok svar fra Northland 13. februar⁶⁹, der det bl.a. gis en beskrivelse av prosessen som ledet frem til børsmeldingen av 24. januar. Selskapets innsidelister ble ved en inkurie ikke lagt ved svarbrevet, men ble ettersendt dagen etter. De første oppføringene på innsidelisten er datert 29. november 2012, og listen omfatter totalt 647 personer. Fra svarbrevet hitsettes;

«Om kvelden den 18. desember 2012 konkluderte man med at kartleggingen av Selskapets kapitalbehov og de tilknyttede planene om en mulig emisjon / obligasjonsutstedelse var kommet så langt at de beste grunner tilsa at innsidesituasjon for Selskapet hadde inntrådt. Dette blant annet på bakgrunn av at man hadde kommet langt i forhandlingene om en mandatavtale med tilretteleggerne (selv om endelig mandatavtale først ble signert 10. januar 2013), og at det på dette tidspunkt fremsto som overveiende sannsynlig at det ville være behov for å gjennomføre en emisjon / obligasjonsutstedelse i løpet av første kvartal 2013. (...).»

Selskapet varslet som nevnt børsen om forholdet før børsåpning 19. desember, og hadde også besluttet utsatt offentliggjøring jf. vphl 5-3 fra samme tidspunkt.

For å vurdere prosessen mer i detalj, ba børsen om ytterligere informasjon fra selskapet 20. februar⁷⁰. Herunder ønsket man en mer detaljert oversikt over selskapets anslag på finansieringsbehovet slik dette utviklet seg høsten 2012, selskapets kommentarer ift. at kommunikasjonen av finansieringssituasjonen kunne synes å endres ut over høsten 2012, samt at man ba om å få oversendt relevante styreprotokoller og annen dokumentasjon som var egnet til å belyse saken.

I brev av 28. februar redegjorde selskapet for de ovennevnte forhold⁷¹. Herunder mottok børsen bl.a. styreprotokoller fra styremøter 13. og 29. november⁷², rapport gitt til styret 19. november⁷³, utkast til budsjett fremlagt for styremøte den 29. november⁷⁴, mv.

For å sikre at materialet Oslo Børs hadde mottatt var relevant og komplett i forhold til de undersøkelser man foretok, henvendte børsen seg også til compliance ansvarlige i Pareto Securities AS («Pareto»), Arctic Securities ASA, («Arctic»), Sparebank 1 Markets AS («SB1M») og Morgan Stanley & Co International plc. («MSIP»), som alle hadde bistått selskapet i arbeidet med å finne

⁶⁸ Oslo Børs forespørsel til selskapet av 04.02.2013

⁶⁹ Brev fra Northland av 13.02.2013

⁷⁰ Oslo Børs forespørsel til selskapet av 20.02.2013

⁷¹ Brev fra Northland av 28.02.2013

⁷² Styreprotokoller fra Northlands styremøter 13. og 29.11.2012

⁷³ Ledelsesrapport til Northlands styre av 19.11.2012

⁷⁴ Utkast til budsjett fremlagt for styremøte den 29.11.2012

løsninger på selskapets kapitalbehov i perioden forut for børsmeldingen av 24. januar 2013. Disse ble blant annet forespurt om å redegjøre nærmere for hvilken informasjon foretakene, i kraft av å være rådgiver for selskapet, var kjent med i forkant av børsmeldingen av 24. januar 2013. Videre ble foretakene også bedt om å redegjøre for deres vurdering av hvor alvorlig selskapets finansielle stilling ble antatt å være i forhold til hva selskapet selv hadde kommunisert til markedet. SB1M ble også forespurt om forhold rundt deres rolle som tilrettelegger av utstedelse av obligasjonslån høsten 2012, samt at det ble sendt en henvendelse til Alfred Berg Kapitalforvaltning AS («Alfred Berg») som var tager av denne låneutstedelsen. Oslo Børs' henvendelser, til meglerhusene som er direktemedlemmer, ble gjort med henvisning til opplysningsplikten i medhold av børslovens § 26 (7). Det viste seg imidlertid at det forelå en formell hindring ift. å innhente informasjon fra MSIP (som er medlem på Oslo Børs og således underlagt opplysningsplikt), da det var en annen juridisk enhet innen Morgan Stanley (Morgan Stanley & Co Ltd – «MSCL») som hadde fungert som rådgivere for Northland. Oslo børs rettet derfor en henvendelse til United Kingdom Financial Conduct Authority («FCA») for utlevering av den etterspurte informasjonen.

Oslo Børs mottok svar fra Pareto, Alfred Berg, SB1M og Arctic hhv. 19. mars⁷⁵, 25. mars, 4. april⁷⁶ og 9. april⁷⁷ 2013. Per dags dato har ikke Oslo Børs mottatt svar fra FCA vedrørende henvendelsen til Morgan Stanley.

23. april 2013 underrettet Oslo Børs Northland at man vurderte selskapets informasjonshåndtering i forhold til verdipapirhandelloven §§ 5-2, 5-3 og verdipapirforskriften § 5-1, jf. Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper punkt 3.1.1 og 3.1.2, og at Oslo Børs foreløpige vurdering var at selskapet kunne ha vært i brudd med nevnte bestemmelser.

Administrasjonens foreløpige syn på saken ble oversendt Northland 3. juni 2013 for kontradiksjon, med forhåndsvarsel om mulig sanksjon (varsel om vedtak, jf. forvaltningslovens § 16). Selskapet fikk frist til 17. juni med å komme med eventuelle kommentarer til varselet. Ettermiddagen 13. juni ba selskapet om fristutsettelse frem til utgangen av 21. juni. Denne anmodningen ble delvis imøtekommet ved at det ble innvilget fristutsettelse til 20. juni kl. 07:30. Børsen mottok selskapets tilsvarende 19. juni.

Selskapets beskrivelse av faktum og rettslige anførsler fremsatt i det omtalte tilsvarende og øvrig dokumentasjon til Oslo Børs er gjengitt i pkt. 5 nedenfor.

3.3 Nærmere om hendelsesforløpet

Basert på informasjon innhentet i forbindelse med Oslo Børs' undersøkelse og gjennomgang av selskapets børsmeldinger legger børsen til grunn følgende hendelsesforløp av relevans for saken:

- 2. februar 2012 før børsåpning offentliggjør Northland en børsmelding med tittel «*Northland to Finance its Kaunisvaara Project*» hvor selskapet oppdaterer sin plan for Kaunisvaara prosjektet, og hvor det fremkom at selskapet ville hente inn totalt ca. USD 700 millioner gjennom en rettet emisjon (MUSD 225-250) og obligasjonslån (minimum MUSD 450)⁷⁸. Hensikten med kapitalinnhentingen var primært finansiering av Kaunisvaara prosjektet. Fra meldingen hitsettes:

⁷⁵ Brev fra Pareto av 19.03.2013

⁷⁶ Brev fra SB1M av 04.04.2013

⁷⁷ Brev fra Arctic av 09.04.2013

⁷⁸ Børsmelding av 02.02.2012 - Northland to Finance its Kaunisvaara Project

«The Company intends to use the net proceeds from the Offerings towards funding the development of the Kaunisvaara project, including the logistics solution for the transportation of iron ore concentrates from the mine in Kaunisvaara to the Port of Narvik, until it generates positive free cash flow, as well as for the completion of the Hannukainen Definitive Feasibility Study (“DFS”) and exploration expenditures in Sweden and Finland.

(...)

Following a review of all significant future agreements, the Company has revised the total capital expenses (“Capex”) expected to be USD 807 million, compared to USD 765 million in the (“DFS”) update completed in May 2011, (...).

The Kaunisvaara project is expected to be completed on time, (...)

“This financial solution will give Northland the required capital to complete our iron ore project in Sweden,” said Karl-Axel Waplan, President and CEO of Northland Resources S.A. “The advantage of this solution is that we will better integrate the Kaunisvaara project and logistics using the management team that has been very successful developing the project on time.”

(...))»

Merk at henvisningen til revidert anslag for kapitalkostnader (Capex økningen fra USD 765 til USD 807 millioner) vedrører perioden 2010-2014 (frem til full produksjon), jf. ovennevnte børsmelding. I det nye anslaget er det også lagt inn «contingency» på USD 67, dvs. total Capex er 874 for perioden. «Life of Mine Capex» anslaget er hevet fra USD 892 til USD 1.085 millioner.

Selskapet opplyser også, jf. brev av 28. februar, fotnote/vedlegg 10) «at da finansieringen i februar 2012 ble fullført, vurderte Selskapet det slik at man ville være fullfinansiert helt frem til full produksjonskapasitet som var forventet oppnådd sommeren 2014», noe som samsvarer med informasjonen som gis i overnevnte børsmelding.

- 23. februar og 7. mars melder Northland henholdsvis om utstedelse av aksjer tilsvarende et bruttoproveny på USD 325 millioner og at obligasjonsutstedelse på ca. USD 350 millioner⁷⁹. Dette etter at man hadde varslet om endring av fordelingen mellom gjeld og ny egenkapital i perioden etter 2. februar.
- 19. mars offentliggjør selskapet sin første «bi-monthly operational and construction update» for Kaunisvaara prosjektet, hvor det bl.a. fremkommer “*This is in line with our plan to keep the market updated with the latest developments and will be in addition to our quarterly reports.*”⁸⁰. Av oppdateringen fremgår det at fremdriften for prosjektet er i henhold til plan og det fremkommer ingen vesentlige endringer ift. finansieringssituasjonen.
- 12. april offentliggjør Northland en børsmelding hvor det fremkommer at selskapet samme dag vil signere en endelig avtale med sine logistikkpartnere (Peab, Savage Service og Grieg Logistics)⁸¹ som vil sikre selskapet leveranse av jernmalm konsentrat fra Kaunisvaara til kunde via Narvik havn. I meldingen fremkommer bl.a. følgende sitat fra Northlands administrerende direktør:

⁷⁹ Obligasjonsutstedelsen er delt i to transjer; hhv USD 270 millioner og NOK 460 millioner

⁸⁰ Børsmelding av 19.03.2012 - Northland Operational Update – March 2012

⁸¹ Børsmelding av 12.04.2012 - Northland Signs Final Agreements with its Logistical Partners

“We are moving quickly ahead on our original timetable and therefore it is very pleasing that we now are able to present a complete solution for the logistics chain covering the transportation of the final product from mine to customer starting early in 2013. We are also happy to confirm that the cost of the logistics chain is in line with the predictions made in the Definitive Feasibility Study, although the final rail costs are still pending.”

- 24. april offentliggjør Northland at selskapets heleide datterselskap Northland Logistics AB har signert en avtale med Green Cargo AB som dekker drift av lokomotiver som vil transportere jernmalm konsentrat fra Pitkajärvi til Narvik havn⁸².
- 3. mai melder Northland at selskapet har signert en «Cost Overrun Facility» på USD 40 millioner med Standard Bank⁸³. I meldingen uttaler Northlands administrerende direktør:

(...) “This facility, in combination with the USD 350 million that will be available following the satisfactory completion of all the conditions for release of funds raised under the Bond Offering, will ensure that we have sufficient capital resources until we reach first production in the fourth quarter of 2012.” (...)

- 22. mai offentliggjør selskapet sin andre «bi-monthly operational and construction update» for Kaunisvaara prosjektet⁸⁴. Av oppdateringen fremgår det at fremdriften for prosjektet er i henhold til plan og det fremkommer ingen vesentlige endringer ift. finansieringssituasjonen.
- 2. juli foretar Northland første trekk på ca. USD 155 millioner av USD 350 millioner lånefasiliteten etter at det uavhengige konsultentselskapet Turgis Consulting Ltd (“Turgis”), iht. avtale med Norsk Tillitsmann, hadde kontrollert at selskapet bestod en «cost-to-complete» test og bekreftet at prosjektets fremdrift var iht. plan⁸⁵. Formålet med cost-to-complete testen er å sikre at Northland har tilstrekkelig med tilgjengelige midler til å fullføre Kaunisvaara prosjektet.
- 19. juli offentliggjør selskapet sin tredje «bi-monthly operational and construction update» for Kaunisvaara prosjektet⁸⁶. Av oppdateringen fremgår det at fremdriften for prosjektet er i henhold til plan og det fremkommer ingen vesentlige endringer ift. finansieringssituasjonen.
- 9. august offentliggjør Northland kvartalstall for andre kvartal 2012. Av oppdateringen fremgår det at fremdriften for prosjektet er i henhold til plan og det fremkommer ingen vesentlige endringer ift. finansieringssituasjonen. Herunder gjentas det i «Management’s Discussion and Analysis⁸⁷» tidligere formuleringer ift likviditetssituasjon;

“(...) With this financing at hand, in combination with the Cost Overrun Facility provided by Standard Bank, the Company believes it has sufficient funds to start production at the Kaunisvaara project and thereby generate income as of first quarter 2013.”

- 17. september offentliggjør Northland at Royal HaskoningDHV («Royal Haskoning», tidligere Turgis Consulting Ltd) og Norsk Tillitsmann har bekreftet at selskapet har bestått den andre

⁸² Børsmelding av 24.04.2012 - Northland Signs Logistics Agreement with Green Cargo

⁸³ Børsmelding av 03.05.2012 - Northland has signed a USD 40 Million Cost Overrun Facility

⁸⁴ Børsmelding av 22.05.2012 - Northland Operational Update – May 2012

⁸⁵ Børsmelding av 02.07.2012 - Northland Drawing Down on Bond Facility

⁸⁶ Børsmelding av 19.07.2012 - Northland Operational Update – July 2012

⁸⁷ Børsmelding av 09.08.2012 - Management’s Discussion and Analysis

«cost-to-complete» testen og nå kan trekke ytterligere ca. USD 90 millioner på USD 350 lånefasiliteten⁸⁸.

- 25. september avholder Northland kapitalmarkedsdag i London og offentliggjør i denne sammenheng en oppdatering på «operational and financial milestones»⁸⁹. Fra meldingen hitsettes:

“Key operational and financial milestones include:

- o successful completion of the first blasting of 400,000 tonnes of waste rock at the Tapuli ore body
- o ore processing through Kaunisvaara process plant is expected to start in November 2012
- o increased estimated production volumes for 2013 and 2014
- o sufficient funding secured to generate revenues in the first quarter of 2013
- o positive cash flow from operations expected at the end of second quarter of 2013
- o Northland’s Capex to reach full production (4.0 million dmtpa) is expected to increase to USD 956 million (previously USD 875m). The new Capex is 9% above the February 2012 prediction, given higher costs, upgrades and rail car inclusion. The Company expects that it has sufficient resources with the February 2012 financing, the Cost Overrun Facility and the expected positive cash flow to cover the new Capex estimate.”

Samme dag offentliggjør selskapet også sin fjerde «bi-monthly operational and construction update» for Kaunisvaara prosjektet⁹⁰. Meldingen inneholder de samme elementene som den foregående, men gir noe mer detaljer vedrørende operasjonelle forhold og oppsummerer vesentlige forhold som tidligere er børsmeldt. Selskapet har i brev til Oslo Børs (jf. fotnote/vedlegg 8) bekreftet at det per 25. september ikke var identifisert kostnadsoverskridelser ut over ovennevnte økning i Capex anslag.

- 13. november avholdes det styremøte i Nordland. Fra styreprotokollen (jf. fotnote/vedlegg 11) pkt. 6 «Cost to complete, update» hitsettes;

«The financial situation of the company was discussed and it was concluded that additional financing is needed until operational cash flow is sufficient.

Furthermore it was mentioned that there is a capex risk with Metso on the open book agreement and the JBV contract which is considerably more expensive than in the DFS.

Action: MK requested a schedule of activities to solve the short term liquidity problem.
Responsible: KAW/PZ⁹¹

- 14. november offentliggjør selskapet resultater for tredje kvartal 2012. Capex risikoen og finansieringsbehovet man 13. november konkluderte forelå, jf. ovennevnte styremøtet, er ikke omtalt selskapets kvartalsrapportering. I selskapets «Management’s Discussion and

⁸⁸ Børsmelding av 17.09.2012 - Successful Second Cost-to-Complete Test

⁸⁹ Børsmelding av 25.09.2012 - Capital Markets Day 2012 – Northland Announces Latest Milestones

⁹⁰ Børsmelding av 25.09.2012 - Northland Operational Update – September 2012

⁹¹ MK: Matti Kinnunen (styremedlem og leder av revisjonskomitéen, KAW: Karl-Axel Waplan (CEO), PZ: Peder Zetterberg (CFO)

Analysis⁹²) under hhv. «Financing» og «Development» fremkommer ingen vesentlige avvik ift det selskapet meldte 25. september:

“(…) Northland Resources believes that, in combination with the continuing support of Standard Bank Plc (“Standard Bank”) through the Cost Overrun Facility of USD 40 million signed in May 2012, and the Letter of Intent (“LOI”) signed with Stemcor Trade Finance Ltd (“Stemcor”) whereby Stemcor intends to commit USD 50 million of working capital, the Company has sufficient funds to start production at the Kaunisvaara project and thereby generate revenues during the first quarter of 2013 (…)

Kaunisvaara Project

At the mine

- Work at the Kaunisvaara site is progressing according to plan. The schedule for the Kaunisvaara Project remains unchanged with the start of production at the process plant expected to begin in November 2012 and with shipments of concentrate expected to begin in first quarter of 2013.

(…)”

Selskapet gjentar ikke formuleringen fra 25. september vedrørende «*positive cash flow from operations expected at the end of second quarter of 2013*». Northland har opplyst børsen at bakgrunnen for dette var at det hadde oppstått usikkerhet rundt forventningene til fremtidige jernmalpriser og spesielt hvilken premieprising selskapets produkt (69 % Fe) ville kunne oppnå, og man ønsket å være mer forsiktig mht. hvilken informasjon man ga markedet. Dette på bakgrunn av at prisen på standard jernmalm (62 % Fe) hadde falt ila våren/sommeren/høsten 2012.

- 14. november avholdes et møte der Morgan Stanley og Arctic, i følge tidligere omtalt brev fra Arctic av 9. april, får presentert resultater fra Northlands budsjettprosess. Bakgrunnen for møtet er at de to nevnte meglerhus i september var blitt engasjert for «*å etablere en beredskap i tilfelle det skulle komme et bud eller oppkjøpsforsøk på selskapet*». Fra Arctics brev hitsettes:

(…)

Arctic og Morgan Stanley hadde løpende dialog med selskapet for å planlegge en mulig strategi for hvorledes man skulle håndtere et bud på selskapet. Den 14. november 2012 ble det avholdt et møte der NAUR for Morgan Stanley og Arctic presenterte de samlede resultatene av selskapets budsjettprosess hvor det ble antydnet at det kunne bli overskridelser i forhold til budsjettet. Dette var første gang Arctic ble informert om mulig økte operasjonelle kostnader. NAUR hadde tidligere under kapitalmarkedsdagen 25. september 2012 kommunisert at det forventet økt Capex. Selskapet presiserte i møtet at tallene var foreløpige, og at man arbeidet med å kvalitetssikre dem. Selskapet mente at det kunne ligge betydelige innsparingspotensialer som ikke var hensyntatt, men at det var mulig selskapet kunne ha behov for ytterligere finansiering.

(…)

- 19. nov legger ledelsen i Northland frem en rapport for selskapets styre (jf. fotnote/vedlegg 12). Fra rapporten hitsettes:

⁹² Børsmelding av 14.11.2012 - Northland Resources S.A. : Management's Discussion and Analysis

“Corporate

- o Q3 account published and so far at positive response
- o Development of the first operative budget
- o Continuous efforts to solve long term financial needs
- o (...)

Finance & Administration

(...)

Key actions for Finance

- o Finalize the budget for 2013 and 2014
 - o Prepare board meeting on November 29
 - o Evaluate different financing alternatives
 - o Final phase of going live planning for IFS on December 3
- (...)”

- I følge brev fra Sparebank1 Markets tar styreformann i Northland kontakt med SB1M 20. november og «informerte om at Selskapet fant ideen om utstedelse av USD 20 millioner i obligasjonslån interessant for å styrke selskapets likviditet i et godt obligasjonsmarked». I forkant var det SB1M som hadde «pichet» ideen om at det forelå en mulighet i låneavtalene for å utstede et nytt obligasjonslån på inntil USD 20 millioner.
- 21. november offentliggjør selskapet sin femte «bi-monthly operational and construction update» for Kaunisvaara prosjekt⁹³. Av oppdateringen fremgår det at fremdriften for prosjektet er i henhold til plan og det fremkommer ingen vesentlige endringer ift. finansieringssituasjonen;

“The schedule for the Kaunisvaara project remains unchanged, with concentrate production from the Tapuli Mine scheduled to commence at the end of November 2012, with shipments of concentrate from the Port of Narvik starting early in first quarter 2013. (...)

Financing

Northland Resources believes that, in combination with the continuing support of Standard Bank Plc (“Standard Bank”) through the Cost Overrun Facility of USD 40 million signed in May 2012, and the Letter of Intent (“LOI”) signed with Stemcor Trade Finance Ltd (“Stemcor”) whereby Stemcor intends to commit USD 50 million of working capital, the Company has sufficient funds to start production at the Kaunisvaara project and thereby generate revenues during the first quarter of 2013.

The Company is negotiating with several parties concerning the financing of rail cars and harbor equipment, which would decrease Northland’s investments in Capex.

At the end of October, the Value of Work Done for the Kaunisvaara Project was USD 645 million.

(...)

- 29. november offentliggjør Northland at Royal HaskoningDHV («Royal Haskoning», tidligere Turgis Consulting Ltd) og Norsk Tillitsmann har bekreftet at selskapet har bestått den tredje «cost-to-complete» testen og nå kan trekke ytterligere USD 25 millioner på USD 350

⁹³ Børsmelding av 21.11.2012 - Northland Operational Update – November 2012

lånefasiliteten (dvs. USD 67 millioner gjenstår etter dette nedtrekket)⁹⁴. Fra meldingen hitsettes;

“I am very pleased with the continued robust development of our Kaunisvaara project”, said Karl-Axel Waplan, President & CEO of Northland Resources. “The report from the independent engineer, Royal HaskoningDHV, is again a strong validation of the project management team’s capacity to meet the tight deadlines in a professional manner. This third drawdown, in combination with other financial facilities provided by a group of international institutions, is expected to ensure that Northland has enough funding to start production and initiate the shipments to customers in the early part of the first quarter 2013”.

Samme dag avholdes det styremøte i Northland. Av styreprotokollen, jf. fotnote/vedlegg 11) fremkommer det bl.a. at operasjonelle kostnader («Opex») i «ramp-up» perioden er vesentlig høyere en opprinnelig antatt. Videre fremkommer det at den operasjonelle kontantstrømmen forventes å være positiv fra august/september 2013. På kapitalmarkedsdagen 25. september (jf. fotnote/vedlegg 28) formidlet selskapet at man forventet positiv operasjonell kontantstrøm i slutten av andre kvartal 2013. Det fremkommer også av styreprotokollen at finansieringsbehovet er «substantial». Følgende hitsettes fra styreprotokollens pkt. 7;

7. *Budget 2013 and 2014* *PZ*
Financing short and long term
PZ presented the preliminary budget for 2013 and forecast for 2014. The operational cost during ramp-up is substantially higher than initially anticipated and the biggest increase is for logistics, mainly due to low volume during ramp-up. The operational cash flow is expected to turn positive in August/September 2013. However, due to considerable investments of 247 MUSD and relatively high Opex as well as lower Fe price, the funding need is substantial. It was discussed how to solve this short fall. A number of negotiations are ongoing with suppliers as well as banks. The Working Capital Facility with Stemcore have not yet materialized, neither has the Ship Loader lease. There are negotiations with Beacon Rail about leasing of the rail cars a term sheet has been presented
- Approval The Board approved to sign the term sheet with Beacon
- The Board will be given regular updates on the development of a solution on the funding gap.
- Approval *KAW suggested, which was approved by the Board, to send a draft of the budget to the Board*

En gjennomgang av utkastet til revidert budsjett som ble presentert for Northlands styre (jf. fotnote/vedlegg 12) viser betydelige avvik mellom initiell produksjonskostnad og gjenværende investeringer frem til full kapasitet. Herunder viser budsjettet bl.a. et anslag på forpliktet Capex på USD 1033 millioner⁹⁵ frem til full produksjon i 2014, noe som er ca. 8 % høyere enn anslaget på USD 956 millioner som ble presentert på kapitalmarkedsdagen 25. september. Videre fremkommer det at samlet Capex anslag øker ytterligere til USD 1140 når «remaining unawarded works» på MUSD 107 inkluderes⁹⁶, altså en økning på ca. 19,2 % ift

⁹⁴ Børsmelding av 29.11.2012 - Northland Announces Third Draw Down from its Bond Loan

⁹⁵ Jf. vedlegg 13, plansje 7

⁹⁶ Jf. vedlegg 13, plansje 25

tidligere anslag på 956. Av budsjettet fremkommer det også økte driftskostnader i prognosen for 2012 ift opprinnelig budsjett⁹⁷.

I styremøtet 29. november ble det pekt på flere forhold som ville kunne medføre et større fremtidig kapitalbehov for selskapet frem til ultimo 2014 (jf. brev av 13. februar pkt. 1 / vedlegg 8):

- Malmprisestimat justert fra 151 til 130 MUSD/t; MUSD 76 i redusert EBITDA
- Vedvarende sterk svensk krone; MUSD 64 i redusert EBITDA
- Logistikk-løsninger ville kunne medføre MUSD 49 i høyere kostnader
- Capex for Kaunisvaara prosjektet ble estimert MUSD 222 høyere en meddelt markedet i februar 2012

Selskapet har i etterfølgende brev av 28. februar opplyst at budsjettet ble påbegynt i august 2012, at dette var en «bottom-up» prosess basert på inngåtte kontrakter (i motsetningen til tidligere lønnsomhetsstudie «DFS» som var basert på bud og estimater sammenstilt av eksterne konsulenter og prosjektledelsen) og at man på dette tidspunktet ikke hadde avklart logistikkostnader ifm. preliminaire losse- og lasteanordninger. Selskapet anfører herunder at de forutsetninger som et eventuelt fremtidig kapitalbehov var basert på måtte kvalitetssikres nærmere før man kunne konkludere. Selskapet påpeker også at man per 29. november, selv med reviderte forutsetningene, vurderte at man ikke ville ha behov for ytterligere finansiering gjennom en kapitalmarkedstransaksjon før eventuelt i mai 2013.

Det fremkommer ikke av ovennevnte styreprotokoll at finansielle rådgivere deltok på styremøtet 29. november. Det fremkommer imidlertid av Arctics brev av 9. februar at Morgan Stanley og Arctic hadde utarbeidet et anslag på kapitalbehov som ble presentert for styret i northland 29. november. Fra Arctics brev hitsettes;

Basert på informasjon mottatt fra selskapet utarbeidet Morgan Stanley og Arctic en finansiell modell som ble fremlagt i styremøtet 29. november 2012 som viste at det var behov for å hente inn i størrelsesorden USD 200 millioner etter at tilgjengelige finansieringskilder var utnyttet. Tilbakemeldingen fra styret var at det trolig forelå et finansieringsbehov, men at dette kunne være noe større enn estimatet fra Arctic og Morgan Stanley. Uansett ville selskapet ikke ha behov for å hente inn kapital før Q2 og Q3 2013. På dette tidspunktet var det følgelig ikke tema at selskapet stod overfor en akutt likviditetskrise.

I møtet dagen etter på Arlanda den 30. november 2012 antydte NAUR at kapitalbehovet kunne utgjøre nærmere USD 400 millioner, men etter besparelser og utnytting av tilgjengelige finansieringskilder, ville det trolig være behov for å hente inn noe over USD 200 millioner.

- I møtet på Arlanda flyplass 30. november deltar Northland, Arctic Securities og Morgan Stanley for å se nærmere på mulige finansieringsalternativer. I følge Arctic sin redegjørelse av 9. april var forståelsen av behovet «*Brutto kapitalbehov på USD 391 millioner, men netto ca. USD 270 etter utnytting av eksisterende kilder. Finansieringsbehov ila Q2 2013*». I følge Northland (se pkt. 5) ble arbeidet med å kvalitetssikre budsjettutkastet påbegynt denne dagen og i forkant av ovennevnte møte. Under møtet skal det ha vært enighet om «at det var behov for ytterligere kvalitetssikring av tallene og de forutsetninger det baserte seg på». I møtet ble budsjettforutsetninger, «hvilken innvirkning ulike scenarier mht. fremtidig utvikling

⁹⁷ Jf. vedlegg 13, plansje 10-12

ville ha for et fremtidig kapitalbehov» og mulige tiltak for å redusere et eventuelt fremtidig kapitalbehov diskutert.

- 3. desember ble det, jf. brev fra SB1M, avholdt et møte mellom Northlands styreformann Anders Hvide, Alfred Berg Kapitalforvaltning (potensiell tegner av USD 20 millioner obligasjonsutstedelsen) og SB1M. Det ble her kommunisert at selskapets finansielle stilling var «*i tråd med tidligere kommunikasjon*», jf. siste kvartalsrapport. Videre at «*prosjektet gikk som planlagt på tid og kost, noe som i seg selv ble fremstilt som unikt i mining-sammenheng*». Det skal likevel ha blitt kommunisert fra Anders Hvide at «*selskapet kunne/ville ha et kapitalbehov mot våren/sommeren 2013 til arbeidskapital, finansiering av ytterligere vekst og utbygging av Kaunisvaaraprojektet*».
- 4. desember offentliggjør Northland en børsmelding vedrørende selskapets første produksjon av jernmalmkonsentrat⁹⁸. Herunder fremgår det at fremdriften i Kaunisvaara prosjektet er i henhold til plan. Finansieringssituasjonen nevnes ikke.

Som det fremkommer av brev av 19. mars fra Pareto, avholder Anders Hvide en presentasjon for meglerbordet til Pareto denne dagen. I etterkant møter Hvide administrerende direktør og leder for Corporate Finance i Pareto. I følge Pareto skisserer Hvide her et kapitalbehov på ca. USD 150 millioner ut over hva som var kommunisert til markedet. På bakgrunn av dette starter Pareto å føre innsidelister.

Arctic sin vurdering per den 4. desember, jf. brev til Oslo Børs, var imidlertid «*USD 326 millioner, netto USD 211 millioner. Finansieringsbehov i Q1 2013*». Selskapet hadde da identifisert innsparingspotensialer og gitt Arctic oppdaterte tall per telefon.

- 6. desember avholdes et møte i London mellom Northland, Pareto Securities, Arctic Securities og Morgan Stanley (jf. børsens korrespondanse med Northland, Arctic og Pareto). På dette møtet skal selskapet ha redegjort for bakgrunnen for overskridelsene og Arctic/Morgan Stanley skal ha presentert forslag til løsning. Arctic sin forståelse av finansieringsbehovet var at dette var «*større enn USD 211 millioner, usikkerhet om kortsiktig finansiering*». Nevnte beløp er, slik børsen forstår det, netto etter utnyttelse av øvrige finansieringskilder. Arctic skriver også at informasjonshåndtering var på dagsordenen; «*Spørsmål om Alfred Berg hadde blitt gitt informasjon om finansieringsbehovet, noe som ble bekreftet. Spørsmål om informasjonsplikt stilt*»

I følge Paretos redegjørelse, som først var involvert i prosessen to dager tidligere, ble det presentert et scenario som viste EBITDA/Opex som var hhv. USD 161 lavere/USD 205 millioner høyere enn hva som var kommunisert til markedet i februar. Capex var økt fra USD 956 (som var kommunisert 25. september) til 1033 millioner og forventet kapitalbehov ble presentert til å være i størrelsesorden USD 220-250 millioner. Diskusjonene ble fulgt opp dagen etter med ytterligere gjennomgang av mulige transaksjonsalternativer. Etter hvert som omfanget av overskridelsene og det udekkede kapitalbehovet ble kjent for Pareto, var deres oppfatning at «*informasjonen var høyst alvorlig, meget sensitiv og presis. Den var dermed potensielt svært kursdrivende*» (jf. fotnote/vedlegg 14, s 2).

- 9. desember ble det, i følge Arctic, avholdt en telefonkonferanse hvor finansieringsbehovet ble anslått til ca. USD 250 millioner (Børsens antar at dette var et nettobeløp).

⁹⁸ Børsmelding av 04.12.2012 - First Concentrate produced at Northlands Kaunisvaara plant

10. desember orienteres Oslo Børs av Pareto vedrørende et mulig kapitalbehov i Northland, jf. pkt. 3.1 over. I svarbrevet fra Pareto til Oslo Børs fremkommer det at meglerforetaket, per brev som en oppfølging av muntlig anbefaling 9. desember, anbefalte Northland å umiddelbart informere Oslo Børs, Toronto Stock Exchange og Norsk Tillitsmann. Oslo Børs mottok ikke underhåndenvarsel fra Northland før 19. desember, og det bemerkes i denne sammenheng at Pareto underrettet børsen 10. desember uten at Northland hadde kjennskap til underrettelsen.

- Northland har i brev til Oslo Børs opplyst at det 10. desember ble det kjent for selskapet at «*working capital facility*» på MUSD 50 ikke ville komme til utbetaling allerede i januar 2013 som tidligere forventet.
- 10. desember mottar Alfred Berg Kapitalforvaltning, jf. SB1Ms redegjørelse, tegningsdokumentasjon som består av Corporate Presentation per 12. november, Q3-12 finansiell rapport, term sheet og tegningsformular. Dokumentasjonen inneholder ikke informasjon om de funn som ble presentert for Northlands styre 29. november ifm. budsjettgjennomgang. Herunder fremgår det bl.a. et anslag på Capex på USD 956 for Kaunisvaara prosjektet, altså samme størrelse som første gang ble kommunisert under kapitalmarkedsdagen 25. september.
- 11. desember avholdes et møte i Oslo mellom Northland, advokatfirmaene Selmer (juridisk rådgiver for tilretteleggerne), Bird & Bird og Wiersholm (juridisk rådgivere for selskapet), jf. vedlegg 8.
Kl 15:00 denne dagen melder selskapet at dets datterselskap Northland Resources AB har signert «term sheet» for et USD 20 millioner obligasjonslån⁹⁹.
Samme dag skal SB1M ha mottatt en «*Declaration of completeness and indemnity*» fra Northland. Følgende hitsettes fra SB1Ms brev til Oslo Børs;

11. desember 2012: Selskapets CFO oversender SB1M en «*Declaration of completeness and indemnity*» (vedlagt) signert av Styreformann AH, CEO (Karl-Axel Waplan) og Selskapets CFO. Hovedpunkter som er avklart i denne er at (i) Selskapet har presentert all relevant informasjon ift investeringen, (ii) all relevant informasjon har blitt presentert for tilrettelegger og denne er korrekt, (iii) alle undersøkelser som er nødvendig. har blitt gjort ifm det materiellet som har blitt presentert og (iv) Selskapet er i henhold til sine rapporteringsplikter vis-a-vis Oslo Børs og tilbakeholder ikke informasjon med referanse til utsatt offentliggjøring eller lignende.

SB1M vurdering: Basert på erklæringen, samt tidligere diskusjoner med Selskapet ble det vurdert slik at Selskapet var komfortabel med sin finansielle stilling. Gitt de muligheter som fantes, både på kapitalsiden og på kostnadssiden, var det ingen grunn til å endre oppfatning rundt Selskapets finansielle stilling i forbindelse med utstedelse av obligasjonen på USD 20m.

- 12. desember ble det, jf. Arctics redegjørelse, avholdt en telefonkonferanse. Her ble det «*Kommunisert at finansieringsbehovet kunne utgjøre USD 300+ millioner og selskapet muligens ville være tom for kontanter i løpet av dager/uker*». Videre hitsettes følgende kommentar fra Arctic relatert til telefonkonferansen;

«Selskapet ønsker organisering av syndikatet og fordeling av oppgaver. På direkte spørsmål bekreftet selskapet en kontantbeholdning på USD 10 millioner, som ville gå tom før jul, men at en kredittlinje på USD 20 millioner ville trekkes 21. desember og

⁹⁹ Børsmelding av 11.12.2012 - Northland Completes a Successful Subscription of a USD 20 million Bond Loan

holde selskapet flytende til 12. januar, deretter ville leases og Stemcor (USD 10-15) ta selskapet videre.

Syndikatet diskuterte i etterkant selskapets mulighet til å trekke på kredittlinjen og realismen i annen finansiering. Syndikatet var enige om at tiden ikke strakk til for å gjøre en kapitalinnhenting som opprinnelig planlagt.»

- 13. desember skal, jf. Paretos brev til Oslo Børs, Pareto ha mottatt en presentasjon fra Northland som viste et kapitalbehov på USD 220 millioner (revidert dagen etter til USD 210 millioner pga. endret kapitaltilgang). Pareto vurderte på dette tidspunkt «at både den absolutte størrelsen på kapitalbehovet og det relative avviket opp mot hva som tidligere var blitt kommunisert i markedet var av en slik art at markedet burde informeres».

Arctic sin forståelse denne dagen, i etterkant av møte med Pareto og Morgan Stanley, var imidlertid at finansieringsbehovet var på USD 300 millioner. Fra Arctics brev hitsettes;

«Enighet om behov for å orientere styret om kapitalbehov. Enighet om behovet for å hente USDm 300 primært som egenkapital.»

- Fra midten av desember og frem mot midten av januar foregår det en rekke møter/diskusjoner vedrørende behov og plan for kapitalinnhenting.

Slik børsen forstår situasjonen består diskusjonen vedrørende kapitalbehovet ikke bare å verifisere overskridelser, men også å konkludere ift. hvilke eksisterende finansieringskilder man kan trekke på. I denne forbindelse hitsettes følgende fra Arctics brev til Oslo Børs;

(...)

For å identifisere det faktiske kapitalbehovet brukte tilretteleggerne ressurser på å kartlegge endringene i operasjonelle kostnader og capex i forhold til tidligere estimater samt å gjennomgå og etterprøve selskapets forutsetninger og finansielle modell.

Parallelt arbeidet selskapet med å verifisere hvorvidt følgende kilder kunne dekke hele eller deler av kapitalbehovet:

- Stemcor hadde gitt selskapet et indikativt term sheet for en arbeidskapitalfasilitet,
- Standard Bank hadde indikert muligheten for å tilby en "Cost Overrun Facility",
- NAUR hadde kontakt med Alfred Berg kapitalforvaltning om en mulig utvidelse av obligasjonslånet.
- Selskapet arbeidet med muligheten for å inngå finansiell leasing for skipslasteren i Narvik samt operasjonell leasing for jernbanevognene.

En utfordring ved kapitalinnhentingen var at behovet for ny kapital var avhengig av hvilke av de antatte finansieringskildene som faktisk ville være tilgjengelige for selskapet. Videre var det betydelige usikkerhet knyttet til nåværende og fremtidige kapitalutgifter og operasjonelle kostnader. Samtidig ville strukturen for kapitalinnhentingen kunne medføre endringer i gjeldsnivået med endrede forfallstidspunkter, og man måtte ta høyde for at den operasjonelle kontantstrømmen ikke ville være tilstrekkelig til å dekke nye rente- og avdragsbetalinger. Man var dessuten usikker på hvordan et budskap som avvek mye fra oppfatningen i kapitalmarkedet ville bli mottatt.

(...)

Fra Paretos brev til Oslo Brev hitsettes:

«Fra midten av desember 2012 hadde Pareto full tilgang til selskapets finansielle modell og innblikk i likviditetssituasjonen. Vi deltok i alle diskusjoner omkring planer for kapitalinnhenting. Sammen med de andre rådgiverne Morgan Stanley og Arctic Securities hadde vi flere diskusjoner med og uten Selskapet om finansieringsplanen, både hva angår kapitalkilder/kapitalbruk samt størrelse/sannsynlighet knyttet til de enkelte postene.

Flere av de kapitalkilder som Selskapet vurderte som tilgjengelige, ville etter vår vurdering ikke bli anerkjent av investorer som kapitalkilder, da det var knyttet usikkerheter til tilgjengeligheten. Basert på våre innspill ble det i samråd med Selskapet i løpet av januar 2013 utarbeidet en omforent oppstilling av kapitalkilder og kapitalbruk. Denne oppstillingen ble lagt frem i investorpresentasjonen som ble brukt i presoundingen mot investorer. I det nye budsjettet var EBITDA endring USD - 181 millioner, Opex endring USD -211 millioner, og total Capex USD 1.096m. Gjennom dialog med Selskapet, og basert på forventet respons i markedet, ble rådgiverne enige med Selskapet om det burde hentes inn USD 125m i ny fremmedkapital og USD 250m i ny egenkapital. Disse beløpene ville sikre Selskapet tilstrekkelige buffere, og Selskapet ville dermed ikke ha behov for ytterligere finansiering.»

- Videre fremgår det (jf. selskapets brev av 13. februar og Paretos brev til Oslo Børs) at det ble avholdt et møte 17. desember vedrørende tilretteleggerens Due Diligence krav, totalt finansieringsbehov, kortsiktig likviditet, prosjektgjennomgang og mandat. I følge Pareto skal også informasjonskrav overfor Oslo Børs/TSX, samt om det var tilrådelig å gjennomføre USD 20m «bond tap» ha blitt diskutert på dette møtet. Det fremkommer at Pareto skal ha rådet selskapet til å informere Oslo Børs, TSX, Norsk Tillitsmann, samt å gi full informasjon til Sparebank1 Markets og tegneren i «bond tap».

Merk i denne sammenheng at Sparebank1 Markets var tilrettelegger i USD 20 millioner «bond tap» som er beskrevet som hendelse 11. desember over.

- Det fremgår av Arctic sitt brev, jf. ovennevnte møte som ble avholdt 17. desember, at deres forståelse i etterkant av møtet var et finansieringsbehov på «USD 300m ny finansiering kan potensielt bli USDm 400». I forhold til informasjonsplikten redegjør Arctic som følger;

«Tilretteleggerne ba Wiersholm foreta en vurdering av om vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylt og om selskapet kunne trekke på USDm 20 bond tap. Tilretteleggerne anbefalte at Oslo Børs, TSX og Norsk Tillitsmann måtte informeres.

Wiersholm bekreftet at investor i USDm 20 tap ville få full informasjon og at det også ville gis informasjon til Norsk Tillitsmann, Oslo Børs og TSX.»

- 18. desember kl. 09:00 skal Anders Hvide, styreformann i Northland, ha informert SB1M om selskapets finansielle stilling. Av SB1M brev av 4. april hitsettes;

18. desember 2012 kl 09:00: Styreformann AH fremlegger for SB1M at det er avdekket at Selskapets finansielle situasjon er mer kritisk enn det som er blitt kommunisert til AB og SB1M ifm obligasjonsutstedelsen, og informasjon som var kommunisert i markedet forøvrig. Det ble fremlagt og presentert analyse gjennomført av Selskapet. Analysen (datert 14. desember 2012) avdekket at Selskapet hadde et nært forestående og udekket kapitalbehov i størrelsesorden USD 200m.

Videre ble det informert om at Selskapet jobbet med et rådgiverteam bestående av Pareto Securities, Arctic Securities og Morgan Stanley (sammen «PAM»). Selskapet hadde, sammen med PAM, skissert en plan om å finansiere kapitalbehovet gjennom (i) utstedelse av USD 100m i ny egenkapital, og (ii) USD 100m gjennom en utvidelse av eksisterende obligasjon (NAUR01/NAUR02). Styreformann AH ga et klart inntrykk av at PAM vurderte det slik at de skisserte transaksjonene ville være håndterlige å finansiere i markedet. Dette basert på et sterkt markedssentiment, Selskapets stilling og at man etter gjennomføring av transaksjonene kunne kommunisere at Selskapet ville være fullfinansiert.

Det var enighet mellom SB1M og Styreformann AH om at denne informasjonen var vesentlig i forbindelse med AB sin tegning av obligasjonen på USD 20m, at AB skulle bli satt i innside vedrørende dette, og at AB måtte ha mulighet til å revurdere sin tegning. Det ble avtalt å sette opp et møte umiddelbart med AB, hvor Styreformannen AH skulle presentere Selskapets analyse. AB aksepterte å bli satt i innside og det ble avtalt et møte kl 13:00 med AB og Styreformann AH hos SB1M for å gjennomgå situasjonen med AB med basis i vedlagte presentasjon.

Kl 13:00 samme dag avholdes det et møte med Alfred Berg Kapitalforvaltning. Som følge av denne situasjonen ble Alfred Berg bl.a. tilbudt å tegne USD 20 millioner obligasjonslånet til 99 % av par, samt gitt rett til å tegne inntil 10 % av en eventuell ny obligasjonsemissjon. Fra SB1M redegjørelse hitsettes;

SB1M vurdering: Basert på ny informasjon synes Selskapets finansielle stilling svakere enn det var grunn til å forvente. Likevel fant SB1M ingen grunn til å betvile at de skisserte transaksjonene ville være håndterlige å finansiere i markedet.

- 18. desember, på kvelden, mener Northland det oppstår innsideinformasjon, jf. vphl § 3-2. Med referanse til i vphl. § 5-3 besluttet selskapet derfor ikke å publisere børsmeldingen på dette tidspunkt. Selskapets begrunnelse for dette fremkommer av pkt. 2 i selskapets brev til Oslo Børs av 13. februar (jf. fotnote/vedlegg 8) og er inntatt i etterfølgende punkt 4.1.

I følge Arctic, jf. brev til Oslo Børs av 9. april, konkluderte man den 18. desember på kapitalinnhentingsstrukturen, dvs. USD 250 millioner i egenkapital og USD 125 millioner som gjeld.

- 19. desember før børsåpning varsler selskapet, via engasjert advokat, underhånden om et finansieringsbehov som ledet frem til børsmeldingen av 24. januar beskrevet under pkt. 3.1 over. Fra selskapets brev av 13. februar hitsettes;

«(...) Oslo Børs ble på dette grunnlag informert av advokat Andreas Mellbye (Wiersholm) ved telefonsamtale før børsåpning den 19. desember 2012. Oslo Børs ble samtidig tilbudt et fysisk møte med styreleder Anders Hvide dersom Oslo Børs ønsket ytterligere informasjon om de pågående prosesser og Selskapets situasjon.»

Oslo børs fant ikke behov for å avholde et slikt møte, med henvisning til at selskapet selv måtte vurdere om vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt. Det avholdes dog et møte 11. januar.

- 21. desember avholdes en telefonkonferanse relatert til finansiell due diligence (jf. Arctics brev til Oslo Børs). Arctic sin forståelse av finansieringsbehovet på dette tidspunkt er «Fortsatt behov for USDm 300 i ny finansiering. Kan bli USDm 400»

21. desember melder også Northland at USD 20 millioner lånet, jf. term sheet som ble inngått 11. desember, er lukket. Oslo Børs har fått bekreftet at Alfred Berg Kapitalforvaltning var eneste tegner i lånet og representanter for foretaket ble oppført på Northlands innsideliste fom. 18. desember da man mottok informasjon om foreløpige beregninger av fremtidig finansieringsbehov. Av begge meldingene fremkommer at «The proceeds from the new bond will finance Capex investments for Kaunisvaara as well as working capital». Finansieringssituasjonen for øvrig omtales ikke i meldingene.

- 3. januar oppdateres SB1M av Northland. Fra SB1M brev hitsettes;

3. januar 2013: Styreformann AH opplyser at Selskapet planlegger å hente inn USD 125m i egenkapital og USD 100m obligasjon ultimo januar/primo februar for å være fullfinansiert frem til full produksjon (full produksjon forventet medio -14). SB1M ble forespeilet en co-manager rolle, men at Lead-Managers (PAM) jobbet med all dokumentasjon. SB1M ville først bli inkludert når dokumentasjonsarbeidet var ferdigstilt.

SB1M vurdering: Økning fra totalt USD 200m til USD 225m ble ikke å være kritisk eller endre vurderingene ift informasjonen mottatt 18. desember 2012.

- 24. desember – 6. januar 2013 gjennomføres due diligence, prosjektkoordinering og planlegging, gjennomgang av prospekt, utarbeidelse av investordokumentasjon (jf. Paretos redegjørelse i brev av 19. mars).
- 8.-9. januar avholdes arbeids-/ due diligence møter i London (jf. Arctics brev) hvor Northland og selskapets finansielle rådgivere og juridiske rådgivere deltar. Fra Arctics redegjørelse hitsettes;

«Grundig gjennomgang av materiale bringer selskapet opp til samme forståelse som tilretteleggerne; USDm 200 ny ek og USDm 100 obligasjon i ny finansiering, pluss behov for rask avklaring av dokumentasjon av øvrige finansieringskilder.»

I følge Arctic ble det også avholdt separate samtaler med alle advokater rundt informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring, som munnet i at «selskapets juridiske rådgivere erklærte at utsatt offentliggjøring er akseptabelt».

9. januar konkluderer man med at man ikke skal gå for en kapitalinnhentingsprosess ledet av Morgan Stanley. Dette særlig fordi Northland var opptatt av å strukturere prosessen slik at man kunne gå i markedet raskt, noe som viste seg uforenelig med krav stilt av Morgan Stanley.

- 10. januar signerer mandatavtale med Pareto og Arctic, og planleggingsarbeidet videreføres uten Morgan Stanley som medtilrettelegger.

Det avholdes arbeidsmøter i Oslo mellom Northland, tilretteleggere og juridiske rådgivere. Fra Arctics redegjørelse hitsettes;

«Gjennomgang av dokumentliste og oppdatert prosess. Foreslår kortere offentlig prosess og offentliggjøring 28. januar. Selskapet bedt om å oversende dokumentasjon av juridiske råd om informasjonsplikt til tilretteleggerne og A&O. Tilretteleggerne ba om styrevedtak av utsatt offentliggjøring for å sikre at dette er vurdert av og besluttet i hele styret. Mandatavtale signert i møtet.»

- 11. januar 2013 avholdes det et møte mellom Oslo Børs og Northland, jf. pkt. 3.1 over.
- 15. januar indikerer styreformann Anders Hvide overfor SB1M at «*beløpet på de planlagte kapitalmarkedstransaksjonene forventes å øke til totalt USD 300m, fordelt på hhv USD 125m i bonds og USD 175 i egenkapital*», jf. SB1M brev til Oslo Børs.
- 16. januar oversender Northland et utkast til mandatavtale for SB1M som co-lead manager basert på mandatavtale mellom selskapet og Pareto og Arctic datert 9. januar. Fra mandatavtalen hitsettes;

“The Client has identified a funding shortfall of approximately USD 400 million to complete the planned ramp-up of its iron ore mine and processing facility at Kaunisvaara, due to adverse foreign exchange rates, lower prices of the Company’s products, capex overruns and higher operating costs in the ramp-up phase than previously anticipated. The Client expects to be able to draw on other sources of financing, leaving a funding requirement of approximately USD 250-300 million to be covered, through either new equity, debt, hybrid securities or a combination thereof. Depending on the structure of the new financing, an acceptance or waiver from the Client’s existing lenders may be required. Due to the limited cash balance of the Client, the financing will need to be concluded in a timely manner.”

- 14.- 20. januar ferdigstilles due diligence og investordokumentasjon, samt at Paretos første kunder gjøres til innsidere (jf. Paretos redegjørelse i brev av 19. mars).
- 18. januar ble det, i følge Arctic, avholdt en telefonkonferanse hvor Northland, Arctic, Pareto og Ocean Equities skal ha deltatt. Her skal det ha blitt konkludert med et finansieringsbehov på USD 375 millioner, oppnådd enighet om hvilke finansieringskilder som var tilgjengelige og enighet om «*kick-off for wallcrossingperioden på søndag 20. januar 2013*».

Samme dag oversendes en investorpresentasjon til SB1M (den første de mottar, jf. SB1M redegjørelse) som er utarbeidet av selskapet, Pareto og Arctic. Kapitalbehovet er, som nevnt overfor, USD 375 millioner fordelt på USD 250 millioner i egenkapital og obligasjon på USD 125 millioner. Altså det samme man endte på i børsmelding av 24. januar da kapitalbehovet første gang ble offentliggjort. Fra SB1M redegjørelse hitsettes;

SB1M vurdering: På bakgrunn av informasjonen som ble mottatt 15 -18. januar, samt overnevnte utkast til investor presentasjon, ble det tydelig for SB1M at Selskapets finansielle stilling var vesentlig mer alvorlig enn hva Selskapet hadde kommunisert/presentert til SB1M og AB den 18. desember og hva markedet hadde grunn til å forvente.

- 21. januar oppdateres børsen, via selskapets juridiske rådgiver vedrørende prosessen. Bakgrunnen er at Pareto og Arctic har begynt å kontakte utvalgte egenkapital- og fremmedkapitalinvestorer («Pre marketing roadshow») og herunder gjort disse til innsidere (jf. pkt. 3.1 over og brev fra Pareto).
- 23. januar, på kvelden, avdekker Northland en lekkasje og anmoder Oslo Børs om suspensjon, jf. pkt. 3.1 over.

- 24. januar suspenderes Northlands aksjer og noterte obligasjoner frem til selskapet offentliggjør børsmelding kl. 14:30 «*Northland to Address Funding Shortfall due to Higher initial Opex and Capex*», jf. pkt. 3.1 over og vedlegg 1.

3.4 Kort om utvikling i etterkant av offentliggjøring av kapitalbehovet

- 25. januar offentliggjør selskapet ytterligere detaljer vedrørende den planlagte transaksjonen, jf. pkt. 3.1 og fotnote/vedlegg 5).
- 29. januar forlenges tegningsperioden egenkapitalemisjonen til ut 4. februar.
- 5. februar melder selskapet at man ikke har lyktes med egenkapital- og fremmedkapitaltransaksjonen innen utløp av tegningsperioden, men at man fortsetter med samtaler med et antall investorer, obligasjonseiere og kreditorer for å komme frem til en langsiktig finansieringsløsning. Samme dag setter Oslo Børs Northland på særlig observasjon.
- 8. februar melder selskapet at dets heleide svenske datterselskap, Northland Resources AB, har «*filed for reconstruction with the Luleå District Court. The decision is based on a shortage of liquidity and deemed to be a necessary step to give the Company the time needed to finalize negotiations for a long-term financial solution.*» 12. februar søker ytterligere to av selskapets datterselskaper, Northland Sweden AB and Northland Logistics AB, om konkursbeskyttelse.
- 18. februar melder Northland at selskapet har mottatt en meddelelse fra Toronto Stock Exchange ("TSX") om at TSX har besluttet å stryke selskapet fra notering med virkning fra 18. mars 2013. Fra meldingen hitsettes:

“The Continued Listings Committee of TSX has determined that the Company has failed to meet the continued listing requirements of the TSX, following the Company's decision to enter into corporate reconstruction for its three Swedish subsidiaries.”

- 25. februar melder Northland at første skip med jernmalmkonsentrat har forlatt Narvik med planlagt leveranse til kunde, Tata Steel, 1. mars.
- 29. april offentliggjør Northland en børsmelding hvor utkast til restrukturering fremlegges¹⁰⁰. Herunder restrukturering av eksisterende obligasjonslån, utstedelse av et nytt obligasjonslån på USD 362 millioner, tilbakebetaling av utestående betalingsforpliktelser, mv. Etter restruktureringen anslås eksisterende aksjonærs eierandel redusert til ca. 5,14 %. I tillegg foreslås en «reparasjonsemisjon» på opptil USD 25 millioner.
- 3. mai offentliggjør selskapet at styreformann Anders Hvide fratrer med umiddelbar virkning. Samme dag avholdes obligasjonseiermøte som godkjenner overnevnte restruktureringsplan.
- Senere har Northland lagt frem et nytt forslag til reorganisering, som igjen ble endret da man ikke lyktes med å få tilstrekkelig tegning av nytt obligasjonslån. Løsningen som ble lagt frem per 20. mai 2013 innebar refinansiering av gjeld og ny obligasjonsutstedelse. Dersom denne løsningen hadde blitt gjennomført ville det medført at dagens aksjonærer i etterkant vil ha en eierandel på ca. 3,1 % i selskapet. Selskapet klarte imidlertid ikke å få fulltegnet tilbudet om

¹⁰⁰ Børsmelding av 29.04.2013 - Northland Has Reached Agreement with Key Stakeholders, Expects to Launch Bond Offering as Part of the Reorganisation

tegnning av ny obligasjonsgjeld, og trakk tilbake tilbudet 24. mai 2013. Samtidig lanserte man et forsøk på en brofinansiering på USD 35 millioner. Etter børsslutt samme dag meddelte Selskapet at Norsk Tillitsmann, på vegne av selskapets obligasjonseiere, hadde sperret selskapets tilgang til egne bankkonti. Som følge av dette besluttet selskapet at «*none of the companies in the Group shall order or receive any goods or services*». Før børsåpning neste handelsdag ble Northland aksjen, og datterselskapets to noterte obligasjonslån, suspendert. 30. mai meldte selskapet at man hadde lykkes med å få fulltegnet et obligasjonslån på USD 335 millioner som del av restruktureringsløsning. Suspensjonen ble opprettholdt frem til 4. juni 2013, etter at restruktureringen av selskapet ble godkjent av eksisterende obligasjonseiere og selskapet meddelte at operasjonell drift ble gjenopptatt.

4. Rettslig grunnlag

4.1 Informasjonsplikt i markedet

Etter vphl. § 5-2 (1), jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.1, skal børsnoterte selskaper uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder.

Innsideinformasjon er definert i vphl. 3-2 (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.”¹⁰¹

Definisjonen stiller tre hovedvilkår for at opplysninger skal anses som innsideinformasjon. For det første må det dreie seg om presise opplysninger om de aktuelle finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold. Videre må opplysningene være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart. Til slutt må det dreie seg om opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

De to første hovedvilkårene i definisjonen av innsideinformasjon (dvs. kravet om at opplysningene skal være presise og påvirke kursen merkbart) er nærmere utdypet i vphl. § 3-2 (2) og (3):

”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.

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.”

Etter det første hovedvilkåret må opplysningene i det minste indikere at en omstendighet har inntruffet, eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe. Verken ordlyden, forarbeider eller praksis begrenser hva som saklig kan utgjøre en opplysning, gitt at de øvrige vilkårene er innfridd. Videre må opplysningene, i følge vphl. § 3-2 (2), være såpass spesifikke at det kan trekkes en konklusjon om opplysningenes mulige påvirkning på prisen til det aktuelle finansielle instrumentet. Kravet loven stiller til opplysningenes presisjon innebærer en avgrensning mot rykter og

¹⁰¹ Vår understrekning

spekulasjoner, jf. Ot. prp. nr.12 (2004-2005) pkt. 4.5. Finanstilsynet la i forbindelse med direktivgjennomføringen til grunn at opplysninger kan være presise selv om de ikke er fullstendige, entydige, endelige eller ubetingede, forutsatt at de er tilstrekkelig spesifikke¹⁰².

Det andre hovedvilkåret i definisjonen av innsideinformasjon er at opplysningene skal være *egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart*. Det er i loven angitt at vurderingen av slik kursrelevans må skje ut fra en fornuftig investors antatte vurdering av informasjonen - "*fornuftig investor test*", jf. § 3-2 (3). Etter forarbeidene er det avgjørende kriteriet i denne testen hvorvidt "*den alminnelige fornuftige investor ville tillagt opplysningene vekt dersom den inngikk i vedkommendes beslutningsgrunnlag*", jf. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 4.5. Det er ikke den faktiske påvirkningen av kursen til de finansielle instrumentene som skal vurderes. Vurderingen skal foretas ut fra en fornuftig investors antatte vurdering på handlingstidspunktet - "*ex ante*". Det må dermed foretas en vurdering av om opplysningen var av en slik art og virkelighet at det er sannsynlig at en fornuftig investor ville ha handlet annerledes om opplysningen var tilgjengelig som skal bedømmes, f.eks. ved å avstå fra å handle eller handle til annen kurs.

For å omfattes av definisjonen av innsideinformasjon må opplysningene være ikke offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

Det må vurderes konkret om en opplysning er å anse som innsideinformasjon. Vurderingen er relativ og vil kunne falle ulikt ut for forskjellige selskap og markeder.

Tilsyn og sanksjonering av reglene knyttet til offentliggjøring av innsideinformasjon i vphl. §§ 5-2 og 5-3 er delegert til Oslo Børs, jf. vphl. § 17-4 (3) tredje punktum og vphl. § 15-2 (2), jf. verdipapirforskriften § 13-1.

4.2 Utsatt offentliggjøring

På nærmere vilkår kan offentliggjøringen av innsideinformasjon utsettes, jf. vphl. § 5-3:

"(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 utsteders 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 utsteders 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.

¹⁰² Høringsnotat av 1. mars 2004 side 15 "Begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. – implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv

Innsideinformasjon som er utsatt offentliggjort skal behandles konfidensielt, jf. vphl. §§ 5-3 (1) og 3-4. Børsen har i sine løpende forpliktelser pkt. 3.1.1 til 3.1.3 fastsatt regler som tilsvarer vphl. §§ 5-2, 5-3 og 3-4.

Det følger av løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3) at utsteder selskapet ved utsatt offentliggjøring uoppfordret og umiddelbart skal varsle børsen om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen. Tilsvarende plikt følger av verdipapirforskriften § 5-1.

En underretning til børsen gir børsens markedsovervåkningsfunksjon anledning til å intensivere markedsovervåkingen av selskapets aksjer og anvende virkemidler i kursnoteringen som børs pause og suspensjon dersom det er grunn til å tro at noen i markedet er i ferd med å bli kjent med opplysningene.

Utsatt offentliggjøring er nærmere omtalt i børs sirkulære 3/2005 pkt. 3.6.

5. Selskapets anførsler

Northland har, i tidligere omtalt brev av 13. februar 2013, anført at man på kvelden 18. desember 2012 konkluderte med at det hadde oppstått innsideinformasjon. På børsens forespørsel som lød;

«Det bes redegjort for når NAUR anså at de forholdene som medførte et høyere kapitalbehov enn tidligere kommunisert til markedet, enkeltvis eller samlet, utgjorde innsideinformasjon jf. vphl § 3-2.»

besvarer selskapet med;

«Om kvelden den 18. desember 2012 konkluderte man med at kartleggingen av Selskapets kapitalbehov og de tilknyttede planene om en mulig emisjon / obligasjonsutstedelse var kommet så langt at de beste grunner tilsa at innsidesituasjon for Selskapet hadde inntrådt. Dette blant annet på bakgrunn av at man hadde kommet langt i forhandlingene om en mandatavtale med tilretteleggerne (selv om endelig mandatavtale først ble signert 10. januar 2013), og at det på dette tidspunkt fremsto som overveiende sannsynlig at det ville være behov for å gjennomføre en emisjon / obligasjonsutstedelse i løpet av første kvartal 2013. Det pågikk imidlertid fortsatt diskusjoner mellom Selskapet og tilretteleggerne i forhold til det nærmere mandatet, både når det gjaldt fordeling mellom egenkapital / fremmedkapital samt hvilket totalbeløp som var nødvendig for å sikre selskapet tilstrekkelig langsiktig finansiering, i tillegg til at det fortsatt gjensto et betydelig arbeid med due diligence og verifisering av de forutsetninger som lå til grunn for Selskapets budsjettering.»

På forespørsel som lød;

«Det bes redegjort for når NAUR anså at prosessen som ledet frem til beslutning om å initiere kapitalinnhenting utgjorde innsideinformasjon jf. vphl § 3-2.»

Besvarer selskapet med;

«Etter Selskapets vurdering var det nær sammenheng mellom det identifiserte kapitalbehov og beslutningen om å initiere kapitalinnhenting. Som nevnt under punkt 2 ovenfor, konkluderte man på kvelden den 18. desember 2012 med at det fremsto som overveiende sannsynlig at det ville være behov for å gjennomføre en emisjon / obligasjonsutstedelse i løpet av første kvartal 2013. Dette til tross for at det fortsatt ikke var fattet noen formell beslutning i styret om dette og man hadde heller ikke signert mandatavtale med tilretteleggerne. Man vurderte imidlertid likevel situasjonen slik at diskusjonene rundt disse

forhold var kommet såpass langt at det var riktig å melde utsatt offentliggjøring til Oslo Børs, hvilket ble iverksatt umiddelbart påfølgende dag.»

I forhold til vurderingen av informasjonen som ble fremlagt for styret i Northland 29. november (jf. økt anslag for fremtidig Capex og Opex / redusert EBITDA) anfører selskapet, i det alt vesentlige, at forutsetningene et slikt eventuelt kapitalbehov var basert på måtte kvalitetssikres nærmere (jf. brev av 13. og 28. februar, vedlegg 7 og 10). Dette da disse forutsetningene var avhengig av en rekke elementer som utvikling i malmpriser, valutakursutvikling, etc. Herunder var selskapets vurdering, på dette tidspunktet, at selv med de reduserte forutsetningene ville man ikke ha behov for ytterligere finansiering før eventuelt en gang i mai 2013.

Som nevnt avslutningsvis i pkt. 3.2 mottok Oslo Børs tilsvarende på forhåndsvarsel om mulig sanksjon 19. juni 2013¹⁰³. I brevet utdyper selskapet sitt syn i anledning børsens forhåndsvarsel om mulig sanksjon.

Northland deler ikke børsens vurdering av at selskapet har overtrådt informasjonsplikten i henhold til verdipapirhandelloven § 5-2 (1). Herunder er selskapet ikke enig i børsens konklusjon om at det faktisk forelå kostnadsoverskridelser av et slikt omfang at det kunne anses å utgjøre kurssensitiv informasjon allerede den 29. november 2012. Man begrunner sitt syn med den usikkerhet som forelå på dette tidspunktet, særlig med hensyn til størrelsen på et eventuelt kapitalbehov. Herunder var det flere forhold som tilsa at budsjettet som ble forelagt Northlands styre 29. november ikke var tilstrekkelig pålitelig.

Selskapet anfører at børsen i sin vurdering ikke har lagt til grunn korrekt faktum da man mener at børsen «*ser i sin vurdering ut til å legge til grunn at det var et mer endelig budsjettutkast som ble forelagt styret den 29. november 2012 og at dette tallmaterialet med tilknyttede forutsetninger ble godkjent av styre i samme styremøte.*» Det hitsettes fra selskapets brev;

«Som Selskapet også har redegjort for tidligere, og som har blitt bekreftet av de øvrige parter som har uttalt seg i sakens anledning, var det kun et foreløpig og urevidert utkast til budsjett som ble lagt frem for styret den 29. november 2012. Dette foreløpige utkastet til Selskapets første operative budsjett var basert på en rekke usikre forutsetninger, herunder den fremtidige utviklingen i valutakurser og jernmalmpriser, samt muligheten for å iverksette kostnadsreducerende tiltak som kunne bidra til å redusere et potensielt fremtidig kapitalbehov. Utviklingen i jernmalmpriser og valutakurser ville nødvendigvis kunne fortsette å endre seg fremover og dermed i vesentlig grad påvirke sannsynligheten for at et betydelig kapitalbehov som ikke kunne dekkes av eksisterende finansieringskilder ville kunne inntre. Selskapet vurderte det derfor som svært viktig å gjøre et grundig arbeid i samarbeid med Selskapets rådgivere før man kunne konkludere endelig på hva som var et sannsynlig fremtidig utfall. Selskapet arbeidet også aktivt med å se på hvilke kostnadsreducerende tiltak som kunne iverksettes for å redusere størrelsen på det fremtidige kapitalbehovet.

Den 29. november 2012 var det Selskapets vurdering at det kun var tale om et potensielt fremtidig kapitalbehov som ville kunne inntreffe gitt at visse omstendigheter inntraff. Det var imidlertid for tidlig til at man kunne konkludere med at dette var det mest sannsynlige utfall. Det er i denne sammenheng også viktig å understreke at det fortsatt var Selskapets vurdering at man ikke ville ha behov for ytterligere finansiering gjennom en mulig kapitalmarkedstransaksjon før eventuelt en gang i mai 2013, og det var derfor fortsatt i stor grad usikkert i hvilken grad de forutsetninger som lå til grunn for det foreløpige budsjettutkastet kunne komme til å endre seg vesentlig frem til dette tidspunkt.»

¹⁰³ Brev fra Northland av 19. juni 2013 – Tilsvarende på forhåndsvarsel om mulig sanksjon

Selskapet anfører videre at det var behov for kvalitetssikring av det «foreløpige og ureviderte utkast til budsjett», og at dette arbeidet ble påbegynt umiddelbart etter styremøtet av 29. november. Videre at det forelå et «klart behov for at Selskapet i samråd med sine rådgivere jobbet videre med kvalitetssikringen av det før man kunne komme frem til en mer endelig konklusjon». Herunder påpeker selskapet at selv om tallmaterialet som ble fremlagt 29. november 2012 i stor grad samsvarer med hva som faktisk ble fremlagt 24. januar 2013, så endrer ikke dette «på det faktum at et betydelig verifiseringsarbeid fortsatt gjenstod den 29. november». Det hitsettes følgende fra selskapets brev;

«Selskapet deler derfor ikke Oslo Børs sin vurdering om at informasjonsplikten inntraff allerede fra det tidspunkt et høyst foreløpig tallmateriale ble presentert for Selskapets styre. Den usikkerhet som fortsatt heftet ved dette tallmaterialet innebar etter Selskapets vurdering at det uansett ville være uforsvarlig å offentliggjøre informasjonen på dette tidspunkt. Selskapet er følgelig sterkt uenig med børsens vurdering av at denne informasjonen kunne anses som tilstrekkelig presis allerede den 29. november 2012, gitt den betydelige usikkerhet som fortsatt heftet ved dette tallmaterialet og de tilknyttede forutsetninger tallene baserte seg på. På dette tidspunkt visste man heller ikke når produksjonen faktisk kom til å starte, dvs. når "hot commissioning" vil være gjennomført.»

Selskapet opprettholder sin konklusjon ift. at det ikke forelå innsideinformasjon før 18. desember 2012. Selv om man ikke var ferdig med å verifisere kapitalbehovet på dette tidspunktet, var man kommet så langt at man valgte å beslutte «utsatt offentliggjøring». Selskapet anfører videre at det på dette tidspunktet fremstod som sannsynlig at selskapet ville måtte ha behov for å gjennomføre en emisjon/obligasjonsutstedelse, og man hadde en foreløpig formening om fordelingen mellom egenkapital og fremmedkapital for en eventuell kapitalinnhenting. I forhold til utsatt offentliggjøring hitsettes følgende fra selskapets kontradiksjon;

«Både Selskapets og aksjonærenes interesser tilsa at man benyttet adgangen til utsatt offentliggjøring, da man vurderte det slik at Selskapets og aksjonærene interesser kunne bli sterkt skadelidende ved en for tidlig offentliggjøring. I tillegg til at det var behov for å konkludere endelig på kapitalbehovet og strukturen på kapitalinnhenting, anså man det nødvendig å sikre støtte fra større aksjonærer og nøkkelinvestorer, før man gikk offentlig ut i markedet med informasjonen. Den etterfølgende utvikling og den krevende situasjon Selskapet ble satt i etter at Selskapet ble nødt til å gå ut med børs melding den 24. januar 2013 som følge av den lekkasjesituasjon som oppstod, understøtter etter Selskapets oppfatning at tungtveiende hensyn tilsa bruk av utsatt offentliggjøring frem til man hadde sikret en forankret løsning på kapitalbehovet.»

Northland er heller ikke enig i at selskapet gjennom sin informasjonshåndtering har skapt en forventning i markedet om at selskapet var fullfinansiert. «Både det som ble kommunisert av Selskapet selv utover høsten 2012, samt annen tilgjengelig offentlig informasjon, indikerte at det var en mulighet for at Selskapet ville komme til å trenge ytterligere kapitaltilførsel. Denne oppfatningen bekreftes for øvrig også av Sparebank 1 Markets sin redegjørelse til Oslo Børs.» Herunder anfører selskapet at man helt konsekvent, ifm. omtale av finansieringsaktiviteter i selskapets «MD&A», i perioden 10. mai til 14. november 2012, opplyste markedet om at finansieringen var tilsiktet å dekke kostnadene frem til produksjonsstart i Q4 2012.

Selskapet henviser også til Børsklagenemdens avgjørelse i SAK 1/2013 (avgjørelse av 16. april 2013 av klage fra Intex Resources ASA over Oslo Børs ASAs vedtak 30. januar 2013). I denne sammenheng pekes det på at en mellomliggende begivenhet i seg selv ikke utløser informasjonsplikt kun fordi det

er en viss sannsynlighet for at en begivenhet vil inntre, og at den aktuelle begivenheten i seg selv må være informasjonspliktig. Herunder hitsettes det følgende fra de to siste avsnitt i selskapets brev;

«Selskapet er ikke enig med børsens konklusjon om at det faktisk forelå kostnadsoverskridelser av et slikt omfang at det kunne anses å utgjøre kurssensitiv informasjon allerede den 29. november 2012. Den usikkerhet som på dette tidspunkt fortsatt forelå med hensyn til størrelsen på et eventuelt fremtidig kapitalbehov, herunder som følge av at en vesentlig del av entreprisen i Narvik og Kaunisvaara fortsatt gjensto (ca. 45 prosent av det total arbeidet) samt muligheten for endringer og fremtidige justeringer i de foreløpige forutsetninger som var lagt til grunn når det gjaldt fremtidig pris- og valutakursutvikling, tilsier at det utkast til operativt budsjett som forelå på dette tidspunkt ikke var tilstrekkelig pålitelig til at det kunne utløse informasjonsplikt.

Det bør i denne sammenheng også fremheves at det klare utgangspunkt er at et selskaps interne budsjetter, estimater og fremtidsprognoser om prisutvikling etc. ikke er å betrakte som informasjonspliktig informasjon. Selv i tilfeller hvor slik informasjon tidligere har blitt kommunisert til markedet kan det imidlertid ikke være påkrevd å offentliggjøre foreløpige budsjettall som enda ikke er ferdigbehandlet når det fortsatt gjenstår et betydelig verifiseringsarbeid før man kan legge til grunn at tallene er tilstrekkelig pålitelige.»

6. Børsens vurdering

For å kunne konkludere i spørsmålet om Northland har brutt sin informasjonsplikt, jf. vphl. § 5-2, må det vurderes om opplysningene om økte drifts- / investeringskostnader («kostnadsoverskridelsene») og reduserte forventninger til inntjening, samt den påfølgende prosessen for å kartlegge kapitalinnhentingsbehovet, samlet eller hver for seg utgjorde innsidainformasjon som definert i vphl. § 3-2 før disse forholdene ble offentliggjort 24. januar 2013.

Videre må det vurderes om det oppstod innsidainformasjon før 19. desember 2012, da selskapet iverksatte utsatt offentliggjøring i medhold av vphl. § 5-3, samt om vilkårene for utsatt offentliggjøring eventuelt var oppfylt.

Opplysningene om kostnadsoverskridelsene, redusert forventning til inntjening og den etterfølgende prosessen som ledet frem til en plan for kapitalinnhenting var ikke offentlig tilgjengelige eller allment kjent i markedet. 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.

Det bemerkes at en av selskapets finansielle rådgivere, som først mottok informasjon fra selskapet 4. desember, allerede 6. desember stiller spørsmål relatert til selskapets informasjonsplikt. Det fremgår av faktumbeskrivelsen i pkt. 3.3 at et flertall av selskapets rådgivere er skeptiske til selskapets informasjonshåndtering i den etterfølgende perioden, og i så fall representerte dette et korrigerende innspill.

Som beskrevet i pkt. 3.3 begynte administrasjonen i Northland en budsjettprosess i august 2012. Selskapet redegjør imidlertid ikke for noen vesentlige avvik som er identifisert før det foreløpige utkastet til revidert budsjettet presenteres for selskapets styre 29. november 2012. Det fremkommer imidlertid at selskapets finansieringssituasjon er på styrets agenda allerede 13. november, men styreprotokollen gir her lite konkret informasjon ut over at det ble konkludert med at «additional financing is needed until operational cash flow is sufficient», og CEO/CFO skal følge opp «the short term liquidity problem». Videre skal Northland ha antydnet overfor Arctic den 14. november at det kunne bli overskridelser ift. budsjettet. Herunder kommer det også frem av ledelsens rapport til styret 19. november at administrasjonen jobber med å fullføre budsjettet for 2013-2014, men det

dokumenters ikke konkrete vesentlige avvik (jf. punkt 3.3 og vedlegg 11-12). Samtidig finner børsen at selskapets redegjørelse for budsjettarbeidet i denne perioden som noe vag, og det er vanskelig å ha en presis forståelse av status på administrasjonens budsjettarbeidet i denne perioden.

I dokumentasjonen fra styremøtet 29. november fremstår imidlertid avvikene som langt mer konkretiserte, og det tegnes et bilde av selskapets finansielle stilling som er betydelig mer alvorlig enn hva som er kommunisert til markedet tidligere, senest i børsmelding av samme dag hvor man meldte at selskapet hadde bestått den tredje «cost-to-complete» testen. Herunder viser utkastet til revidert budsjett et betydelig avvik mellom initiell produksjonskostnad og gjenværende investeringer frem til full kapasitet i 2014, samt lavere forventninger til inntekter som følge av utvikling i malmpriser og valutakurs USD/SEK. I budsjettet er Capex anslaget for Kaunisvaara prosjektet oppjustert til USD 1140 millioner (inkludert MUSD 107 i «remaining unawarded works») mot USD 956 millioner som selskapet senest presenterte 25. september 2012 (etter å ha kommunisert en økning på MUSD 81 ift. anslaget som ble presentert ifm. kapitalinnhenting i februar 2012). I børsmelding av 24. januar 2013 presenterer selskapet en økning i Capex på USD 222 millioner, noe som er identisk med det tallet som selskapet hevder ble estimert i styremøtet 29. november (jf. brev av 13. februar 2012 pkt. 1, side 2). Det samlede kapitalbehovet som ble kommunisert 24. januar 2013 var på USD 425 millioner, hvorav man antok at USD 50 millioner kunne dekkes av eksisterende finansieringsfasilitet (Stemcor). I budsjettet som ble presentert på styremøtet 29. november ble det estimert et samlet finansieringsbehov på USD 391 millioner brutto og USD 211 dersom «all current financing options are realized».

I perioden fra 29. november og ut året avholder Northland ingen styremøter, og følgelig er ikke ovennevnte budsjett gjenstand for fornyet formell styrebehandling i perioden. De få styremøtene Northland avholder i perioden 1. oktober til 31. desember 2012 (kun 13. og 29. november), til tross for den utfordrende situasjonen selskapet etter hvert befant seg i, begrunnes av selskapet med ordningen med en arbeidende styreleder og at prosessen som pågikk i perioden var intensiv. Videre hadde styreleder fullmakt til å opptre på vegne av det samlede styret.

Selskapet ser i ettertid «at det kunne vært kunne vært naturlig å ha en ny formell styrebehandling av de foreløpige budsjettallene og den planlagte kapitalinnhenting». Børsen vil imidlertid i denne sammenheng påpeke at tallmaterialet knyttet til overskridelsene endrer seg lite i perioden fra 29. november og frem til offentliggjøring av børsmelding 24. januar. Av faktumbeskrivelsen i pkt. 3.3 synes det klart at et vesentlig element i diskusjonene som pågår i nevnte periode er hvor stort kapitalbehovet er, sett i lys av hvilke eksisterende finansieringskilder selskapet kan benytte seg av, og i mindre grad overskridelsene på Capex og Opex.

6.1 Presise opplysninger

Selskapet anfører at børsen ikke har basert seg på korrekt faktum i sin vurdering ved at man legger til grunn at det var «et mer endelig budsjettutkast som ble forelagt styret den 29. november 2012 og at dette tallmaterialet med tilknyttede forutsetninger ble godkjent av styret i samme styremøte». Det vises til, som tidligere beskrevet, at det forelå usikre forutsetninger bl.a. ift. fremtidig utvikling i jernmalmpris og valutakurser og muligheten for å iverksette kostnadsreducerende tiltak. Herunder påpekes det at valutakurser og jernmalmpriser ville nødvendigvis kunne endre seg fremover, og således påvirke kapitalbehovet. Børsen er av den formening at dette ikke er riktig fremgangsmåte ift. å vurdere om det er inntruffet en begivenhet og hvorvidt opplysningene er presise i lovens forstand. For det første kan opplysninger om kostnadsoverskridelsene være presise selv om etterfølgende kapitalbehov, som bl.a. var avhengig av hvilke eksisterende finansieringskilder man kunne utnytte, ikke nødvendigvis var klart for selskapet per den 29. november. For det andre vil fremtidige valutakurser og råvarepriser alltid være usikre størrelser, og dette kan således ikke være noe nytt selskapet måtte forholde seg til. Børsen er av den formening at noterte selskaper må forholde seg til

og vurdere den informasjon som til enhver tid foreligger. Dette må gjelde selv om informasjonen fremkommer gjennom et «foreløpig og urevidert budsjett». Anslagene på økt Capex og Opex, samt redusert inntektsforventninger, må således vurderes uavhengig hvilke korrigerende tiltak man kan iverksette for å sikre finansiering.

Selv om det skal ha heftet usikkerhet ift. beregningene av de ulike elementer av kostnadsoverskridelsene i budsjettet og den reduserte forventede inntjeningen, kan det ikke være tvil om at det var klart for selskapet at man stod overfor betydelige overskridelser både ift. egne tidligere anslag og hva man hadde kommunisert til markedet ved børsmeldinger gjennom 2012.

Størrelsen på de anslåtte overskridelsene som forelå 29. november var så betydelige at dette må anses som en inntruffet begivenhet i seg selv. Dette selv om etterfølgende verifikasjon ville kunne medføre at tallene ble noe justert. Det at det hersket usikkerhet om hvor stort kapitalbehov disse overskridelsene ville medføre, og når kapitalbehovet ville inntreffe, er ikke avgjørende i vurderingen av om overskridelsene utgjorde en inntruffet begivenhet. Graden av usikkerhet på overskridelsene, størrelsen og tidspunkt for det etterfølgende kapitalbehovet, som i all hovedsak var avhengig av hvilke eksisterende finansieringsløsninger som kunne utnyttes, vil imidlertid påvirke kurssensitiviteten av opplysningene. Dette drøftes nærmere i pkt. 6.2.

Oslo Børs mener derfor at selskapet fra senest den 29. november hadde presise opplysninger om at det forelå større overskridelser både ift. kostnader og gjenstående investeringer, samt reduserte forventninger til inntekter, på Kaunisvaara prosjektet. Dette må gjelde selv om Northland på det aktuelle tidspunktet ikke hadde full oversikt over det endelige omfanget av overskridelsene ift. tidligere anslag frem til full produksjon i 2014. Herunder at det forelå usikkerhet knyttet til tallenes endelige størrelse hver for seg og samlet, at endringer i valutakurs og malmprisforventninger i utgangspunktet er offentlig tilgjengelig informasjon, at det var usikkerhet hvor mye av overskridelsene som kunne finansieres gjennom eksisterende finansieringsløsninger, at man fremdeles anså at selskapet hadde tilstrekkelig finansiering ut mai 2013 og at størrelse/struktur på en fremtidig kapitalmarkedstransaksjon følgelig var usikker.

Det vises i denne sammenheng til at kravet loven stiller til opplysningenes presisjon hovedsakelig er ment å avgrense mot rykter og spekulasjoner. Opplysningene kan være presise selv om de ikke er fullstendige, endelige, ubetingede eller entydige, forutsatt at de er tilstrekkelig spesifikke til å trekke en konklusjon om den *mulige* påvirkningen på kursen¹⁰⁴. Etter børsens mening forholdt Northland seg den 29. november 2012 til opplysninger av en slik karakter at det kunne trekkes en slutning om at disse ville kunne påvirke aksjekursen negativt. Det dreide seg ikke lenger om en spekulasjon om betydelige overskridelser, men ett faktum.

6.2 Kurspåvirkningspotensialet

Spørsmålet om og eventuelt når opplysningene, om kostnadsoverskridelsene, mv. som ble diskutert i Northlands styremøtet 29. november, hadde et tilstrekkelig kurspåvirkningspotensiale skal bedømmes utfra «fornuftig investor testen». Opplysningenes art og styrke er sentrale elementer i denne vurderingen.

Kaunisvaara prosjektet er selskapets viktigste eiendel, og det legges således til grunn at vesentlige begivenheter for dette prosjektet regelmessig vil være viktig for selskapet og for prisingen av selskapets aksjer. Videre er det heller ingen tvil om at opplysninger om betydelige negative avvik på fremtidig inntjening, kostnader og investeringer frem til full produksjon ville kunne medføre et negativt kursutslag for selskapets aksje.

¹⁰⁴ Jf. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 4.5

Størrelsen, usikkerhet og variasjon knyttet til estimatene på kostnadsoverskridelsene, og hvilket kapitalbehov som ville oppstå etter at man hadde vurdert bruk av eksisterende finansieringsløsninger, vil dog kunne ha betydning for vurderingen av på hvilket tidspunkt opplysningene hadde slikt potensiale for kurspåvirkning.

Omfanget av kostnadsoverskridelsene som ble estimert 29. november 2012, både sett opp mot selskapets tilgjengelige kapitalressurser og hva markedet kunne forvente, har direkte betydning for sannsynligheten for at kursen ville ha blitt påvirket merkbart.

Et viktig utgangspunkt for vurderingen av potensialet for kurspåvirkning er den informasjon som utstederselskapet har gitt til markedet om Kaunisvaara prosjektet. I sin kommunikasjon har selskapet periodisk, grundig og systematisk holdt markedet oppdatert om fremdriften i prosjektet. Fremdriften har i det alt vesentlige vært i henhold til selskapets kommuniserte plan.

Samtidig har Northland også kommunisert og oppdatert anslag på Capex for prosjektet, senest 25. september 2012, hvor man også kommuniserte at man hadde tilstrekkelig finansiering til å dekke det økte Capex anslaget.

Kort oppsummert kommuniser Northland slik om anslag på Capex for Kaunisvaara prosjektet i perioden 2. februar 2012 til 24. januar 2013 (jf. pkt. 3 over):

Dato	Tittel melding	Hovedbudskap CAPEX (2010-2014) for Kaunisvaara prosjektet
02.02.2012	Northland to Finance its Kaunisvaara Project	Capex øker fra MUSD 765 til MUSD 874 (807 uten "contingency") pga. <ul style="list-style-type: none"> - logistikk-løsning tas inn - fornyet gjennomgang av fremtidige avtaler
25.09.2012	Capital Markets Day 2012 – Northland Announces Latest Milestones og Northland Resources Operational Update – September 2012	Capex increase to USD 956 million . 9% above the February 2012 prediction, given <ul style="list-style-type: none"> - higher costs - -upgrades - rail car inclusion. <p>Sufficient resources to cover the new Capex estimate.</p>
29.11.2012	MERK: INTERNT BUDSJETTUTKAST ¹⁰⁵	Capex anslag på MUSD 1033, MUSD 1140 når "remaining unawarded works" inntas.
24.01.2013	Northland to Address Funding Shortfall due to Higher initial Opex and Capex	Capex anslag på MUSD 1096 (Total Capex variance since DFS update 2012: MUSD 222)

Selskapet har også kommunisert sitt syn på finansieringssituasjonen løpende 2012. Kommunikasjonen om finansieringssituasjonen endrer i løpet av perioden karakter uten at Northland direkte adresserer at tidligere kommunikasjon om situasjonen ikke lenger var gjeldende.

Kort oppsummert kommuniser Northland slik om finansieringssituasjonen i perioden 2. februar 2012 til 24. januar 2013 (jf. pkt. 3 over):

¹⁰⁵ Ikke kommunisert til markedet.

Dato	Tittel melding	Hovedbudskap - finansieringssituasjonen
02.02.2012	Northland to Finance its Kaunisvaara Project	Required capital to complete iron ore project in Sweden
03.05.2012	Northland has signed a USD 40 Million Cost Overrun Facility	Sufficient capital resources until first production in the fourth quarter of 2012
02.07.2012	Northland Drawing down on Bond Facility	Bekrefter å ha bestått "cost-to-complete" test. (dvs. fremdrift og kostnad er iht. plan)
09.08.2012	Northland Resources S.A.: Management's Discussion and Analysis (ifm. Q2 2012 rapport)	Sufficient funds to start production at the Kaunisvaara project and thereby generate income as of Q1 2013.
25.09.2012	Capital Markets Day 2012 – Northland Announces Latest Milestones og Northland Resources Operational Update – September 2012	Sufficient resources and expected positive cash flow to cover the new Capex estimate. <ul style="list-style-type: none"> - increased estimated production volumes - sufficient funding to generate revenues in Q1 of 2013 - positive cash flow from operations end of Q2 2013
14.11.2012	Northland Resources S.A. : Management's Discussion and Analysis (ifm. Q3 2012 rapport)	Sufficient funds to start production and thereby generate revenues during Q1 2013
29.11.2012	Northland Announces third Draw Down from its Bond Loan	Selskapet bekrefter at man har bestått "cost-to-complete" test. Enough funding to start production and initiate shipments in Q1 2013
24.01.2013	Northland to Address Funding Shortfall due to Higher initial Opex and Capex	Finansieringsbehov MUSD 425 (netto MUSD 375)

Det bemerkes at selskapet kommuniserte i februar 2012, ifm. kapitalinnhenting, at selskapet var fullfinansiert frem til full produksjon i 2014 (jf. fotnote/vedlegg 17). I senere børsmeldinger har Northland kommunisert at selskapet har tilstrekkelig finansiering frem til selskapet genererer inntekter i 2013 og at man forventet positiv kontantstrøm fra operasjonell drift mot slutten av første halvår 2013 (jf. oppsummering over og pkt. 3.3). Fra 14. november er forventningen til positiv operasjonell kontantstrøm ikke adressert, men uttalelsen ift. at man hadde tilstrekkelig finansiering frem til man genererte inntekter i Q1 2013 er opprettholdt frem til og med 29. november. I forbindelse med låneopptakene i desember 2012 har Northland kun referert til at midlene vil bli benyttet til å finansiere Capex for Kaunisvaara og arbeidskapital.

Denne løpende detaljerte oppdateringen om anslag på Capex og finansieringssituasjon skaper en forventning i markedet om at selskapet vil fortsette å gi løpende og tydelig informasjon om disse forholdene når det foreligger noe nytt. I fravær av at et forhold adresseres vil investorene forvente at det ikke foreligger store avvik i forhold til det som tidligere er kommunisert. Slike forventninger vil være relevant for bedømmelsen av kursrelevans.

Oppdatering av Capex for Kaunisvaara den 25. september 2012 var, som nevnt over, USD 956 millioner. Dette tallet justeres ikke i selskapets kommunikasjon til markedet før i børsmelding av 24.

januar 2013, hvor Capex er justert til USD 1096 millioner. På styremøtet 29. november ble det, i følge selskapets redegjørelse av 13. februar, også presentert et Capex anslag på som var USD 222 millioner høyere enn per 2. februar 2012, altså på USD 1096 millioner. Dog fremkommer det av selve presentasjonsmaterialet som ble fremlagt på styremøtet at Capex anslaget var USD 1140 millioner (USD 1033 uten «remaining unawarded work»). Det oppstod altså et betydelig avvik mellom selskapets anslag på Capex og tidligere kommunikasjon til markedet senest per 29. november.

Anslaget på det samlede kapitalbehovet, pga. overskridelsene, som ble kommunisert 24. januar 2013 var USD 425 millioner, hvorav man antok at USD 50 millioner kunne dekkes av eksisterende finansieringsfasilitet (Stemcor). I budsjettet som ble presentert på styremøtet 29. november ble det estimert et samlet finansieringsbehov på USD 391 millioner brutto og USD 211 dersom «all current financing options are realized». Sistnevnte var da også en problemstilling i perioden fra 29. november og langt ut i januar 2013, da det var stor usikkerhet knyttet til hvilke eksisterende finansieringsløsninger selskapet ville kunne benytte. Dette forklarer at variasjonen i anslaget på netto kapitalbehov varierer mer enn brutto kapitalbehovet.

Selskapet anfører at man fra mai 2012 har vært helt konsekvent med å kommunisere at man forventet å ha tilstrekkelig finansiering frem til produksjonsstart i siste kvartal 2012/generering av inntekter i første kvartal 2013, og Northland er derfor av den oppfatning at det var kjent i markedet at man ville kunne komme til å trenge ytterligere finansiering en gang i 2013. Uavhengig av det endelige finansieringsbehovet som var avhengig av hvilke eksisterende finansieringskilder som kunne benyttes, og tidspunktet for når dette ville oppstå, er det imidlertid ikke sannsynlig at markedet ville kunne forstå omfanget av overskridelsene som materialiserte seg senest 29. november 2012.

Selskapet fremholder også at enkelte av elementene som bidro til overskridelsene var basert på offentlig tilgjengelig informasjon, herunder negative effekter av utvikling i malmpriis og valutakurs USD/SEK. Børsen er imidlertid av den oppfatning at slike beregninger vil være kompliserte for utenforstående, og selv for en analytiker som følger selskapet tett vil det være vanskelig å fastslå de samlede effekter presist. Uansett vil den andelen disse forholdene utgjør av helhetsbildet være underordnet i vurderingen av de samlede overskridelser.

Selskapet anfører at børsen fremsetter uriktig påstand om at «*om at Selskapet gjennom sin informasjonshåndtering har skapt en forventning i markedet om at Selskapet var fullfinansiert.*» Dette vil børsen påpeke at må bero på en misforståelse. Det er imidlertid tilfelle at selskapet ikke på noe tidspunkt, fra 2. februar 2012 frem til børsmeldingen av 24. januar 2013, direkte adresserer at den tidligere kommunikasjonen om at selskapet var fullfinansiert ikke lenger var gjeldende. Selv om man legger selskapets anførsel om at «*Både det som ble kommunisert av Selskapet selv utover høsten 2012, samt annen tilgjengelig offentlig informasjon, indikerte at det var en mulighet for at Selskapet ville komme til å trenge ytterligere kapitaltilførsel*» til grunn, er markedet henvist til å spekulere ift. om selskapet trengte ny finansiering, mens selskapet har mer presis informasjon. Det er uansett, etter børsens mening, lite trolig at markedet kunne ane omfanget av det kapitalbehovet som materialiserte seg.

Budsjetter, resultatestimer og fremtidsprognoser om markedsutvikling mm. vil i seg selv normalt ikke være omfattet av informasjonsplikten. Dette står seg annerledes når et budsjett reflekterer faktiske forhold som har inntrådt eller «viser en strategiendring, innskrenkninger, utvidelser eller omlegging av selskapets virksomhet¹⁰⁶». Videre vil uansett et vesentlig avvik fra estimer eller budsjett kunne utgjøre innsideinformasjon dersom selskapet tidligere har kommunisert slike størrelser, pga. de forventninger som er skapt.

¹⁰⁶ Jf. børs sirkulære 3/2005 pkt. 3.4.4

Vurderingen av kurspåvirkningspotensialet skal som nevnt i pkt. 4.1 foretas ex-ante, dvs. i forkant av den aktuelle hendelse. Likevel gir kursfallet i dagene etter børsmeldingen av 24. januar 2013¹⁰⁷ en indikasjon på kurspåvirkningspotensialet på informasjonen som forelå 29. november 2012. Riktignok forelå det omstendigheter den 24. januar som ikke var til stede eller var mindre klare per 29. november 2012. Herunder nevnes det at per 24. januar var størrelsen på kostnadsoverskridelsen gjennomgått og kvalitetssikret av selskapet og dets rådgivere. Størrelse og struktur på kapitalmarkedstransaksjonen forelå og det fant sted en lekkasje 23. januar 2013. Disse forholdene har trolig bidratt til at det negative kursutslaget etter melding av 24. januar ble større enn hva en eventuell børsmelding per 29. november ville medført. Det betydelige kursfallet som fant sted umiddelbart etter at Northland offentliggjorde informasjon om kostnadsoverskridelsene mv. og det udekkede kapitalbehovet 24. januar 2013 illustrerer imidlertid det ekstraordinære i informasjonen.

Selv om estimatet på kostnadsoverskridelsene, mv. justeres og det samlede kapitalbehovet viser seg å være større enn hva man anslo den 29. november, var beløpene så betydelig allerede den 29. november at det må anses som overveiende sannsynlig at kursen ville bli påvirket merkbart dersom opplysningene var blitt gjort kjent Dette må også gjelde selv om det var usikkerhet rundt det faktiske omfanget.

Oslo Børs mener på denne bakgrunn at det senest per 29. november hadde oppstått «presise opplysninger» som var egnet til å «påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart», og selskapet således besatt innsideinformasjon. Dette knyttet til de omtalte kostnadsoverskridelsene og de øvrige forhold som bidro til at det forelå et udekket kapitalbehov for selskapet som var langt større enn hva markedet kunne forvente.

Børsen deler ikke selskapets vurdering om at det ville være uforsvarlig å offentliggjøre informasjon om anslagene på kostnadsoverskridelsene og de reduserte forventningene til inntjening basert på at det forelå usikkerhet ved forutsetningene for tallmaterialet. Det kan således synes som om selskapet undervurderer markedets evne til å vurdere informasjon. Oslo Børs er av den formening at markedet er godt egnet til å håndtere usikkerhet, og da spesielt denne typen usikkerhet som kan analyseres, gitt at forutsetningene for denne usikkerheten identifiseres. En offentliggjøring av informasjonen som forelå 29. november, med en tilhørende identifisering av forutsetningene og usikkerhet, ville således gitt markedet en slik mulighet.

Børsen legger etter dette til grunn at det senest den 29. november 2012 forelå meldepliktig innsideinformasjon, og at selskapet således har overtrådt vphl. § 5-2 (1) jf. Oslo Børs' løpende forpliktelser pkt. 3.1.1 ved ikke å offentliggjøre innsideinformasjon straks.

6.3 Forholdet til utsatt offentliggjøring

Det at selskapet i perioden etter 29. november henter inn ytterligere kapital, uten å adressere kostnadsoverskridelsene og heller ikke eksplisitt korrigerer tidligere kommunikasjon ift. fremtidig kapitalbehov, er med på å sementere markedets oppfatning om at det ikke forelå vesentlige avvik relatert til selskapets tidligere kommunikasjon. Dette forsterker, etter børsens syn, sensitiviteten på informasjonen som ble kjent for styret i Northland senest 29. november og underbygger at selskapet sannsynligvis ikke hadde grunnlag for utsatt offentliggjøring, se under.

Beslutningen på kvelden 18. desember 2012 om utsatt offentliggjøring ble tatt nesten tre uker etter tidspunktet hvor det etter Oslo Børs' vurdering forelå innsideinformasjon. Oslo Børs er ikke kjent med at det ble fattet en beslutning om utsatt offentliggjøring den 29. november og ble på dette

¹⁰⁷ Kursfall i NAUR aksjen på hhv 66,7 % og 65,1 % i åpningsauksjon og sluttauksjon 24. januar, og ytterligere ned 45,2 % både 25. og 28. januar (dvs. fall på 89,5 % over tre dager).

tidspunktet heller ikke underrettet om at selskapet hadde fattet slik beslutning. Sett i lys av Northland sin kommunikasjon til markedet gjennom 2012, herunder informasjon om finansieringssituasjonen og anslag på kostnader for å fullføre Kaunisvaara prosjektet, er børsen tvilende til at vilkårene for utsatt offentliggjøring ville være oppfylt selv om børsen hadde blitt underrettet den 29. november. Det ville i tilfellet vært et meget stort gap mellom de forventninger som Northland hadde bidratt til å skape og den faktiske situasjonen for selskapet i en periode på nesten to måneder.

I denne mellomliggende perioden hadde også selskapet både hentet inn ny kapital gjennom gjeldsutstedelser og annonsert at man hadde bestått tidligere omtalte «cost-to-complete» test. Herunder vises det til daværende Kredittilsynets høringsnotat ifm. implementering av markedsmissbruksdirektivet der det fremkommer at selskapet skal foreta en avveining mellom behovet for konfidensialitet og markedets behov for opplysninger¹⁰⁸. I det tilfelle det var grunnlag for utsatt offentliggjøring 29. november, så ville det uansett kun vært i en kort periode for å kvalitetssikre kostnadsoverskridelsene, mv.

Selskapet anfører at den situasjonen som oppstod etter at selskapet ble tvunget til å gå ut med informasjon 24. januar 2013, som følge av lekkasjen som fant sted 23. januar, understøtter «at tungtveiende hensyn tilsa bruk av utsatt offentliggjøring frem til man hadde sikret en forankret løsning på kapitalbehovet». Børsen finner denne argumentasjonen mindre relevant av flere grunner. For det første er børsen av den formening at kostnadsoverskridelsene, mv. utgjorde innsideinformasjon uavhengig av kapitalmarkedstransaksjonen man på et senere tidspunkt besluttet å gjennomføre, samt at man først iverksatte utsatt offentliggjøring på kvelden 18. desember. For det andre påpekes det at selskapets «legitime interesser» for utsatt offentliggjøring kun er ett av tre kumulative vilkår som må oppfylles. Endelig er det også rimelig klart at situasjonen ville vært meget annerledes dersom Northland hadde underrettet markedet om kostnadsoverskridelsene og de nedjusterte anslag på fremtidige inntekter umiddelbart. I et slikt tilfelle er det ikke gitt at markedet ville reagert like dramatisk på en lekkasje knyttet til en etterfølgende kapitalinnhentingsprosess.

I vurderingen av om det foreligger brudd på informasjonsplikten etter vphl. § 5-2 er det etter børsens oppfatning uansett ikke nødvendig å ta stilling til om vilkårene for utsatt offentliggjøring kunne vært oppfylt. På det tidspunktet det etter børsens vurdering forelå innsideinformasjon, jf. vphl. § 3-2, hadde selskapet ikke fattet beslutning om utsatt offentliggjøring og heller ikke underrettet børsen om forholdet. Dette står seg imidlertid noe annerledes for prosessen som ledet frem til planen for selve kapitalinnhenting, og dette omtales særskilt i pkt. 6.4.

Det at en av selskapets finansielle rådgivere orienterte børsen om forholdet den 10. desember 2012, er ikke å anse som iverksettelse av utsatt offentliggjøring. Vurderingen for utsatt offentliggjøring påhviler selskapet alene.

6.4 Hendelser etter 29. november

Som det er redegjort for i pkt. 3.1 finner det sted en rekke begivenheter etter den 29. november hvor informasjonen knyttet til kostnadsoverskridelsene, kapitalbehovet og strukturen på en eventuell kapitalmarkedstransaksjon revurderes, endres og gradvis trer klarere frem. Disse hendelsene vil kunne utgjøre innsideinformasjon som selvstendige steg i en trinnvis prosess frem mot en endelig konklusjon om overskridelsenes størrelse og plan for kapitalinnhenting. Som et eksempel på dette kan man nevne at Northland per 12. desember, altså nesten en uke før selskapet mener det oppstod innsideinformasjon, kun skal ha hatt en kontantbeholdning på USD 10 millioner. På dette tidspunktet vurderte man at selskapet kunne gå tom for kontanter ila. dager eller uker (jf. 3.1, s. 15).

¹⁰⁸ Kredittilsynets høringsnotat av 2004, pkt. 3.3.3

Obligasjonsutstedelsen mot Alfred Berg fremstår for børsen, på bakgrunn av dette, nærmest som en kriseutstedelse.

Som nevnt er børsen av den formening at kostnadsoverskridelsene, mv. utgjorde innsideinformasjon på selvstendig grunnlag den 29. november. Etterfølgende hendelser relatert til disse, f.eks. reviderte anslag på kapitalbehov, i perioden 29. november til 24. januar 2013 kan følgelig også ha utgjort innsideinformasjon på selvstendig grunnlag. Hadde Northland offentliggjort informasjon om overskridelsene i etterkant av styremøtet 29. november, kan det også i perioden frem til 24. januar 2013 ha oppstått informasjonsplikt for slike etterfølgende steg i prosessen. Forholdet illustrer at avviket mellom informasjonen selskapet satt på 29. november og markedets kunnskap økte i perioden frem mot børsmeldingen av 24. januar.

Proessen frem mot en plan for kapitalinnhenting kan imidlertid stå seg noe annerledes. Som det har fremkommet forelå det etter 29. november usikkerhet ift. overskridelsenes omfang, hvilke eksisterende finansieringskilder selskapet eventuelt kunne trekke på og følgelig også størrelsen på den kapital selskapet ville måtte hente i markedet. Det var også vedvarende diskusjoner rundt strukturen på en mulig transaksjon, herunder fordelingen mellom gjeld og egenkapital. Basert på dette har Oslo Børs, under tvil, ikke overprøvd selskapets vurdering ift. at informasjon om selve kapitalinnhentingstransaksjonen isolert sett ikke utgjorde innsideinformasjon før på kvelden den 18. desember 2012. Selskapet iverksatte utsatt offentliggjøring fra dette tidspunktet, og varslet børsen underhånden neste dag før børsåpning. Oslo Børs har, basert på den informasjon man har hatt tilgang til, heller ikke overprøvd selskapets vurdering av om vilkårene for utsatt offentliggjøring for selve kapitalinnhentingsprosessen var til stede fra 18. desember 2012.

7. Sanksjon

Børsen kan ilegge overtredelsesgebyr for brudd på selskapets løpende informasjonsplikt etter vphl. §§ 5-2 og 5-3, jf. vphl. § 17-4 (3) tredje punktum og § 15-1 (2), jf. verdipapirforskriften § 13-1. Overtredelsesgebyret tilfaller statskassen, jf. vphl. § 17-4 (4) annet punktum.

Børsen har i valg og utmåling av sanksjon sett hen til avgjørelser i lignende saker vedrørende brudd på informasjonsplikten.

Wega Mining ASA ble ved børsstyrevedtak 17. juni 2009 ilagt overtredelsesgebyr tilsvarende åtte ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på løpende informasjonsplikt i forbindelse med opplysninger om kapitalbehov som følge av forsinkelser og kostnadsoverskridelser ved Inata-prosjektet i Burkina Faso. Denne saken har flere likhetstrekk med nærværende sak, bl.a. i form av selskapet også her hadde «guidet» markedet i forkant og overtredelsen av plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon foregikk over en lang periode (drøye fire måneder).

Sevan Marine ASA ble ilagt overtredelsesgebyr gjennom børsstyrevedtak av 14. desember 2011 for overtredelse av løpende informasjonsplikt og forsinket offentliggjøring av informasjonsdokument. Førstnevnte overtredelse vedrørte at selskapet ikke offentliggjorde informasjon om forventede kostnadsoverskridelser i forbindelse med oppgradering av en av selskapets produksjonsrigger (Sevan Voyageur) rettidig og denne delen ble sanksjonert med seks ganger årlig kursnoteringsavgift. Denne saken har også likhetstrekk med nærværende sak. Perioden Sevan var i brudd med bestemmelsen strakk seg over en periode på ca. 2 ½ uke, noe som er vesentlig kortere enn denne aktuelle saken. Dog forelå det en skjerpene omstendighet i Sevan saken da dette dreide seg om et gjentatt brudd på informasjonsplikten innenfor ett og samme år.

Bionor Pharma ble i 2011 sanksjonert for overtredelse av informasjonsplikten, gjennom børsstyrevedtak av 24. august 2011, som resultat av en trinnavis prosess. Selskapet ble ilagt et

overtredelsesgebyr på to ganger årlig kursnoteringsavgift. I vurderingen av utmåling ble det særlig sett hen til at saken dreide seg om særdeles kurssensitive opplysninger. I formildende retning ble det vektlagt at sakens faktum fremstod som svært komplisert og at det tidspunktet børsen senest la til grunn for informasjonsplikt innebar at selskapet hadde vært i brudd i en relativ kort periode.

Børsen bemerker at det ved vurderingen av utmåling, i denne saken, særlig er sett hen til den lange perioden markedet har vært uten informasjon og sensitiviteten på opplysningene som bidro til en kraftig kursutvikling ved melding. Den lange perioden, og det store antallet personer utenfor selskapet som fikk kjennskap til informasjonen, er da også sannsynlige faktorer som kan ha bidratt til at det fant sted en lekkasje av informasjon den 23. januar.

Børsen bemerker videre at selskapet, selv om man over tid var kjent med de finansielle utfordringene man stod overfor, rapporterer regelmessig om fremdrift og den finansielle situasjon uten eksplisitt å påpeke avvikene ift. tidligere kommunikasjon til markedet. Det hentes også inn fremmedkapital i den nevnte perioden. Etter børsens mening er kommunikasjonen selektiv på en slik måte at den er egnet til å sementere markedets oppfatning basert på tidligere meldinger. En oppfatning som, etter børsens mening, åpenbart var feil.

Ovennevnte punkter fremstår som skjerpene omstendigheter i denne saken.

Selskapet har i perioden vært i en utfordrende finansiell situasjon preget av stor usikkerhet og tidspress. Børsen vil vise til at det nettopp i slike situasjoner er særlig viktig at børsnoterte selskap utøver en korrekt informasjonshåndtering. Det er avgjørende for markedets integritet at forpliktelser knyttet til rettidig offentliggjøring av innsideinformasjon etterleveres hos utstederne.

Etter en totalvurdering kommer Oslo Børs til at overtredelsesgebyret passende settes til syv ganger årlig kursnoteringsavgift lik 1.262.425,- kroner.

På bakgrunn av ovenstående traff børsen følgende vedtak:

For brudd på plikten til å melde innsideinformasjon til markedet etter verdipapirhandelloven § 5-2 (1), ilegges Northland Resources S.A. et overtredelsesgebyr på syv ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 1.262.425,- kroner, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd og § 15-1, jf. verdipapirforskriften § 13-1.

4.2.1.4 IGE Resources AB - overtredelse av løpende informasjonsplikt (protokoll fra styrebehandling i Oslo Børs ASA 29. 08.2013)

1 Innledning

Saken gjelder spørsmål om IGE Resources AB ("IGE" eller "selskapet") har opptrådt i strid med verdipapirhandelloven ("vphl.") § 5-2 (1), jf. Oslo Børs løpende forpliktelser pkt. 3.1.1, ved ikke å rettidig offentliggjøre informasjon relatert til inngåelse av en avtale om kjøp av selskapet Ghana Gold AB («GG») og forskuddsbetaling på MSEK 50. Avtalen ble inngått og utbetalingen foretatt 23. januar 2013.

Selskapet meddelte i børsmelding av 29. januar 2013 at man hadde som intensjon om å inngå avtale om kjøp av GG. Meldingen førte til at selskapets aksjeverdi steg med 8,5 %. Endelig melding om kjøpet kom 27. mars og da steg selskapets aksjeverdi med 10,3 %.

Det andre spørsmålet er om selskapet har offentliggjort utvidet børsmelding tidsnok i forbindelse med avtale om kjøp av GG, jfr. løpende forpliktelser 3.4.

2 Kort om selskapet

IGE er et svensk selskap som driver med utvikling av mineralressurser. Selskapet har en betydelig mineral- og diamantressurs base - 4 diamantprosjekter i Sør-Afrika og i Democratic Republic of Congo («DRC») og en av Nord Europas største nikkel forekomster¹⁰⁹.

Selskapet har vært notert på Oslo Børs siden 21. november 1997. Selskapet het tidligere International Gold Exploration IGE AB. Selskapet endret navn 15. april 2010. Styreleder for den tiden saken omhandler, var Ulrik Jansson. Arto Kuusinen overtok vervet som styreleder 29. april 2013. Dagens leder av syret er Stefan Persson som ble valgt på generalforsamlingen 2. august. Daglig leder når saken oppstod var Thomas Carlsson. Fra 3. april 2013 viket Terje Engstrøm Lien Daglig leder nå er Björn Rhodin, som overtok stillingen 2. august 2013 etter generalforsamlingen. IGE er notert på Oslo Børs med ticker IGE. Det ble omsatt 64 millioner aksjer i 1. kvartalet i 2013 til en verdi av MNOK 30,5. Det ble gjennomført 3 343 handler i samme periode. Selskapet har pr. 5. juni 6 336 aksjonærer. Amarant Mining Ltd («Amarant») var selskapets største aksjonær med 29,82 % av aksjene. Disse ble ervervet 5. desember 2012. Nest største aksjonær er en forvalterkonto hos BNP Paribas SEC som har 5,01 % av aksjene. Amarant har i ettertid avhendet sine aksjer i IGE til Altro Invest AB ettersom Altro hadde pant i aksjene til Amarant og dette pantet ble gjort gjeldende. BNP Paribas aksjene er solgt i løpet av sommeren 2013.

3 Sakens bakgrunn

Fredag den 22. mars 2013 tok selskapet kontakt med Oslo Børs for å informere om at selskapets revisor har trukket seg og kommer til å anmelde styret i IGE. Selskapet blir bedt om å ringe børsen mandag morgen før åpning og ha klar en børs melding om forholdet. En slik melding blir offentliggjort klokken 8:44 mandag 25. mars¹¹⁰. På bakgrunn av flere henvendelser til Oslo Børs og uklarheter i betydningen dette hadde for selskapet, valgte Oslo Børs å stoppe handelen tirsdag 26. mars. Handelen åpnes igjen 27. mars etter at selskapet offentliggjør en utvidet børs melding jfr. løpende forpliktelser («LF») 3.4. Meldingen omhandler avtale om kjøp av 100 % av aksjene i GG fra Alluvia Mining («Alluvia») for totalt MSEK 150. Vederlaget for kjøpet er:

- MSEK 50 i kontanter som allerede ble betalt 23. januar,
- utstedelse av 50 millioner aksjer til SEK 2 til selgeren (krever godkjenning fra generalforsamlingen) og
- 10 % av brutto fremtidig inntekt (totale inntekter minus produksjonskostnader) av salg av metaller fra prosjektet i DRC.

Utfra meldingen fremgår det at GG ikke har noen virksomhet, men innehar aktiva som er verdsatt til MSEK 81,6.

På bakgrunn av at revisor trakk seg og anmeldte styret, samt at inngåelsen av avtalen om kjøp av GG ikke var varslet børsen, i alle fall ikke fullt ut, startet børsen undersøkelser av forholdet.

3.1 Børsens undersøkelser

Oslo Børs har i sakens anledning sendt følgende forespørslers:

- E-post til selskapet 25. mars vedrørende børs pause¹¹¹
- Brev sendt selskapet 3. april¹¹²
- Brev sendt selskapet 24. april¹¹³

¹⁰⁹ Fra selskapets hjemmeside

¹¹⁰ Børs melding fra IGE 25. mars

¹¹¹ Forespørsel pr. e-post 25. mars

¹¹² Forespørsel til selskapet 3. april

- Brev sendt selskapet 16. mai¹¹⁴
- E-post til selskapet 3. juni¹¹⁵

og vi har mottatt følgende svar fra selskapet:

- Svar pr. e-post 26. mars vedrørende børspause¹¹⁶
- Svar pr. brev 12. april¹¹⁷
- Svar pr. brev 3. mai med diverse vedlegg¹¹⁸
- Undersøkelserapport mottatt 6. mai¹¹⁹
- Foreløpig svar pr. e-post 10. mai¹²⁰
- Diverse korrespondanse mellom revisor og IGE¹²¹
- Svar fra selskapet pr. e-post 24. mai med «Share Purchase Agreement» som vedlegg¹²²
- Svar pr. e-post 3. juni om aksjon fra Ekobrottsmyndighetene¹²³

Før selve hendelsesforløpet beskrives, gis det en kort beskrivelse av de forskjellige aktørene i avtalene rundt GG:

Amarant Mining Ltd.: Investeringselskap som investerer i gruvevirksomhet, hovedsakelig i nord og syd Amerika, samt Afrika. Selskapet eier 29,82 % av IGE, 37 % av Alluvia, 50 % av Mineral Invest og 85 % av Altos de Lipangue, som er et gruvefelt nord for Santiago i Chile. Arto Kuusinen var daglig leder frem til 2. mai 2013, ifølge selskapets hjemmesider. Grunnen til at han fratrer er at han skal fokusere mer på IGE, ettersom han er blitt valgt som styreleder der.

Amarant Finance Ltd.: Storeier i Amarant Mining Ltd. og selskapet som gir en lånefasilitet til IGE i forbindelse med kjøpet av GG.

Alluvia Mining Ltd.: Gruveselskap med lisenser i USA, Chile og Suriname for utvikling til lønnsom virksomhet. Alluvias største eiere er Pershing Nominees Ltd med 23,6 % (reell eier bak denne kontoen er Amarant og Conventus Ltd.), Leslie Price med 9,4 % (eid av Altos de Lipangue prosjektet), Conventus Ltd med 8,4 % og Advanced Mineral Technologies Inc. («AMT») med 7,8 %. Arto Kuusinen er daglig leder ifølge selskapets hjemmeside.

Advanced Mineral Technologies Inc.: Amerikansk selskap som eier rettigheter i sør-østlige British Colombia i Canada. AMT-aksjen er suspendert og har ikke kunnet handles i USA siden 7. februar 2012 grunnet manglende publisering av års- og kvartalsrapporter.

Mineral Invest International AB: Svensk selskap notert på Aktietorget (svensk regulert marked). Selskapet driver med utvinning av gull, hovedsakelig i Canada og Afrika, deriblant i DRC. Selskapet eies 50 % av Amarant og er således et datterselskap. Mineral Invest eide GG pr. januar 2013.

Conventus Ltd.: Selskap registrert på British Virgin Islands og eier aksjene i AMT.

¹¹³ Forespørsel til selskapet 24. april

¹¹⁴ Forespørsel til selskapet 16. mai

¹¹⁵ Forespørsel til pr. e-post 3. juni

¹¹⁶ Svar pr. e-post 26. mars

¹¹⁷ Brev fra selskapet 12. april

¹¹⁸ Brev fra selskapet 3. mai

¹¹⁹ Svar fra selskapet 6. mai

¹²⁰ Foreløpig svar pr. e-post 10. mai

¹²¹ E-poster fra revisor og IGE

¹²² Svar pr. e-post 24. mai

¹²³ Svar pr. e-post 3. juni

Johan Ulander: Finsk forretningsmann som, i følge sin LinkedIn profil, er grunnlegger av Amarant Mining og Alluvia Mining. Amarant Mining ble grunnlagt i 2011 og han innehar fremdeles en stilling i selskapet. Alluvia Mining var grunnlagt i 2008 og Ulander innehar fremdeles en stilling i selskapet. Det er ikke spesifisert hvilken stilling han har i disse to selskapene. I tillegg er han oppført som eier av Coventus Ltd.

Ghana Gold AB: Svensk selskap med et styre som består av Andreas Hammerich og Carl-Johan Eldh, som er hhv. daglig leder og finansdirektør i Mineral Invest. Selskapet har ingen administrasjon eller ansatte. Utfra undersøkelser børsen har gjort ser det ikke ut til at selskapet har egen hjemmeside. Selskapet har ellers ingen virksomhet som generer inntekter eller kostnader, men har aktiva som er verdsatt til MSEK 81,6. Disse aktivaene består av en lisens i DRC kalt Wanga, en lisens i Moyale distriktet i Etiopia og 6 utvinningslinjer (recovery lines) som skal leveres av et selskap ved navn AuVert System Ltd. Disse linjene skal brukes til å utvinne diamanter og gull fra de feltene GG har. Hver linje koster MUSD 15, hvorav MUSD 2 pr. linje allerede er betalt før 23. januar.

3.2 Nærmere om kjøpet av Ghana Gold AB

23. januar 2013 inngår IGE en avtale om kjøp av alle aksjene i GG fra Alluvia. Som part i avtalen inngår også Coventus, som skal stille aksjer i AMT som sikkerhet for en forskuddsbetaling på MSEK 50. Avtalen inneholder dermed både en forpliktelse for IGE til å kjøpe GG gitt at visse betingelser om godkjenninger fra generalforsamlinger oppfylles (se under) og en sikkerhetstillelse i forbindelse med utbetalingen av forskudd.

Først nærmere om IGEs rett og forpliktelser til å kjøpe GG av Alluvia. Alluvia eier på tidspunktet for avtalen ikke GG, men har inngått en avtale med Mineral Invest om å kjøpe GG. Denne avtalen ble inngått 8. januar 2013. Avtalen må godkjennes av generalforsamlingen i Mineral Invest. Deretter må IGE forelegge sin avtale for godkjenning av sin egen generalforsamling. Avtalen regulerer også vederlaget IGE skal betale for GG. Dette består av en kontantdel på MSEK 50 som betales ved inngåelse av denne avtalen, utstedelse av 50 millioner nye IGE-aksjer til SEK 2 per aksje og 10 % av brutto fremtidig inntekt (totale inntekter minus produksjonskostnader) av salg av metaller fra prosjektet i DRC. Ferdigstillelse av avtalen (altså at betingelsene er løftet) av IGEs kjøp av GG skal avtales skriftlig på et senere tidspunkt. I tillegg til betingelsene om godkjenning av generalforsamlinger må det foreligge godkjent prospekt for de nye IGE-aksjene som skal utstedes til Alluvia som selger. Gjennomføring av kjøpet må senest være skjedd innen 30. juni 2013. Dette ble ikke gjort på bakgrunn av at de nye aksjene til Alluvia ikke ble utstedt tidsnok (se under) og medførte at IGE og Alluvia startet reforhandling av avtalen i begynnelsen av juli¹²⁴.

I det tilfelle kjøpet av GG ikke gjennomføres skal forskuddsbetalingen tilbakeføres IGE. Hvis så ikke gjøres skal IGE ha rett til å overta aksjeposten i AMT.

Det er presisert i avtalen at den inngåtte avtalen er den eneste som skal inngås i forbindelse med transaksjonen, og det er dermed ikke behov for ytterligere avtaler i forbindelse med at forbeholdene oppfylles med unntak av en skriftlig dato for ferdigstillelse av avtalen.

Bakgrunnen for utbetalingen av MSEK 50 er fra selskapets side hevdet å være et forretningsmessig depositum som ledd i forhandlingene med Alluvia¹²⁵. I forbindelse med undersøkelsesrapporten har de 4 styremedlemmene noe forskjellige forklaringer på bakgrunnen for utbetalingen. Bortsett fra et styremedlem som ikke hadde noe formening om hvorfor utbetalingen ble gjort, spriket de andre forklaringene med at det var en betaling for å få avtalen i havn, kompensasjon for at Alluvia skulle

¹²⁴ Børsmelding fra IGE 3. juli

¹²⁵ Svar fra selskapet av 12. april (se note 9)

fullføre kjøpet av utvinningslinjene til at produksjonen skulle komme raskere i gang. Det fremstår derfor som uklart hvorfor utbetalingen ble godkjent, men avtalen av 23. januar inneholder en klar betingelse om at disse pengene skal utbetales i forbindelse med avtaleinngåelsen.

Avtalen er undertegnet av Tom Dalton som er styreleder i Alluvia, Ulrik Jansson og Terje Lien som var hhv. styreleder og styremedlem i IGE og Johan Ulander som eier av Conventus.

I den opprinnelige avtalen var det ikke avtalt noen lånefinansiering. Dette kommer senere. Dog uttaler undersøkelsesrapporten at denne avtalen også ble inngått 23. januar. Formodentlig ble avtalen inngått fordi revisor stilte spørsmålstegn ved finansieringen av de delvis nedbetalte utvinningslinjene som er beskrevet ovenfor. I børsmeldingen fra IGE 27. mars fremkommer det at lånefasiliteten er nødvendig for å ha tilstrekkelig kapital frem til produksjon.

3.3 Stock Pledge Agreement (aksjepantavtale)

I forbindelse med revisors gjennomgang av avtalen om kjøp av GG og utbetaling av forskuddet på MSEK 50, ble det stilt spørsmålstegn ved sikkerheten for utbetalingen. Etter det Oslo Børs forstår ble avtalen gjennomgått av revisor i forbindelse med revisjon av årsregnskapet for 2012. I den undersøkelsesrapport som senere ble utarbeidet (se nedenfor under pkt. 3.4), fremgår det at det i ettertid ble inngått en aksjepantavtale for de AMT-aksjene som ble stilt som sikkerhet for evt. tilbakebetaling av forskuddet på MSEK 50. Panteavtalen er inngått mellom IGE og Conventus som eier av AMT aksjene. Avtalen er, ifølge undersøkelsesrapporten, antedatert til 22. januar 2013. Panteavtalen regulerer at aksjene skal være pant for kravet om tilbakebetaling dersom avtalen om kjøp av GG ikke blir gjennomført. Aksjene skal tilfalle IGE hvis forskuddsbetalingen ikke betales tilbake som avtalt. Ellers er det andre forhold som stemmerett, utbytte og andre typer rettigheter til aksjene som nærmere reguleres i avtalen.

Sikkerheten som omtales i denne avtalen er også inntatt i avtalen av 23. januar om kjøp av GG, men da mer overfladisk.

3.4 Oppsummering av hendelsesforløpet

Hendelsesforløpet kan kort gjengis med det følgende:

- 8. januar inngår Alluvia og Mineral Invest en avtale om at Alluvia skal kjøpe GG med forbehold om godkjenning av generalforsamlingen til Mineral Invest.
- Stock Pledge Agreement datert 22. januar mellom IGE og Conventus i forbindelse med sikkerhet i en aksjepost i AMT¹²⁶. Denne avtalen er, i henhold til undersøkelsesrapporten fra advokatfirmaet Westmark Anjou (se under), antedatert etter at revisor stilte spørsmålstegn ved sikkerheten for evt. krav om tilbakebetaling av forskuddsbetalingen.
- 23. januar inngås det en Share Purchase Agreement hvor IGE forplikter seg til å kjøpe GG fra Alluvia¹²⁷.
- 23. januar utbetales MSEK 50 millioner (i to omganger først MSEK 10 og deretter MSEK 40). Bakgrunnen for utbetalingen er beskrevet ovenfor.

¹²⁶ Stock Pledge Agreement (se note 9)

¹²⁷ Share Purchase Agreement (se note 9 og 14)

- 29. januar melder IGE at de har til hensikt å kjøpe et gullprosjekt i DRC, og at kjøpet skal legges frem for generalforsamlingen innen kort tid. I denne meldingen er det ikke nevnt noe om utbetalingen av MSEK 50 eller kjøpsavtalen mellom IGE, Alluvia og Conventus¹²⁸ som ble inngått 23. januar.
- 19. februar ønsker revisor fra KPMG å møte selskapets ledelse for å få mer informasjon i forbindelse med revidering av årsregnskapet.
- 20. februar varsler revisor at de i et møte har behov for informasjon om utbetalingen av MSEK 50 millioner og hun stiller spørsmålstegn ved lovligheten i utbetalingen, tilstrekkelige midler til videre drift og om utbetalingen kan sees på som et ulovlig lån da utbetalingen er til hovedeiers nærstående selskap (Amarant eier delvis Mineral Invest og Alluvia).
- 28. februar ber revisor om en legal opinion som ble diskutert på møtet selskapet hadde med revisor 27. februar, hun ber også om en verdivurdering av AMT aksjene.
- 4. mars etterlyser revisor legal opinion og stiller spørsmålstegn ved midler for videre drift neste 12 mnd. og spørsmålstegn ved en lånefasilitet på MUSD 5 med Amarant Finance. Igjen stiller revisor spørsmål om det er nærstående relasjon mellom IGE og andre parter i avtalen.
- 6. mars stiller revisor igjen nye spørsmål rundt lånet med Amarant Finance til 12 % rente, spørsmål rundt forpliktelser i avtalen til å kjøpe «recovery lines» og finansiering av dette, samt etterlysing av flere tidligere spørsmål.
- 14. mars varsler revisor at hun mistenker brudd på svensk aksjeselskapslovgivning og at hvis hun ikke mottar nødvendig dokumentasjon innen 20. mars kommer KPMG til å trekke seg som revisor og anmelde styret.
- 22. mars anmelder KPMG IGE til Ekobrottsmyndighetene og selskapet varsler Oslo Børs. Børsen ber om at dette offentliggjøres¹²⁹.
- 22. mars slutføres kjøpet av GG fra Mineral Invest til Alluvia ved at generalforsamlingen i Mineral Invest godkjente salget.
- 25. mars offentliggjør IGE informasjon om anmeldelsen fra KPMG av styret og ledelse i IGE samt kjøp av GG¹³⁰.
- 26. mars stoppes handelen i selskapets aksjer. Bakgrunnen er at børsen mener det er for lite informasjon om det mulige kjøpet av GG og at meldingen av 25. mars ikke klart gir svar på om det er inngått en avtale.
- 27. mars offentliggjør selskapet utvidet børs melding om avtalen om å kjøpe GG¹³¹.

Det som er gjenstand for vurdering i denne saken er som nevnt inngåelsen av avtalen om kjøpet og utbetalingen av forskuddet som fant sted 23. januar 2013. Undersøkelsene til Oslo Børs påbegynnes i slutten av mars måned. Videre finner det i ettertid sted betydelig initiativ fra selskapets revisor og aksjonærer i forhold som relaterer seg til kjøpet av GG. Deler av den informasjon som er

¹²⁸ Børsmelding fra IGE 29. januar

¹²⁹ Kopi av anmeldelse fra KPMG

¹³⁰ Børsmelding fra IGE 25. mars (se note 2)

¹³¹ Børsmelding fra IGE 27. mars

fremkommet relatert til det som ble avtalt i slutten av januar stammer fra dette. Det er derfor hensiktsmessig med en overordnet presentasjon av hendelser som også finner sted etter januar.

Hendelser etter at utvidet børsmelding om kjøpet er offentliggjort kan kort gjengis med det følgende:

- 2. april innkalles aksjonærene til ekstraordinær generalforsamling 25. april for bl.a. å stemme over utstedelse av nye aksjer som vederlag til selger i forbindelse med kjøpet av GG og valg av ny revisor¹³².
- 3. april fratrer tidligere administrerende direktør Thomas Carlsson og Terje Engestrøm Lien overtar stillingen¹³³.
- 19. april lages en kortfattet undersøkelsesrapport fra advokatfirmaet Westermark Anjou om selskapets håndtering av kjøpet av GG¹³⁴. Selskapet er oppdragsgiver for denne rapporten. Her fremkommer bl.a. følgende:
 - Styret har hatt et sviktende beslutningsgrunnlag
 - Et av styremedlemmene var inhabil i behandlingen
 - Det er ikke påvist noen kommersiell nytte av utbetalingen på MSEK 50
 - Avtalen som omhandler sikkerheten for utbetalingen er antedatert
 - Utbetalingen har blitt gjort uten tilstrekkelig sikkerhet
 - Styret har inngått avtale uten tilstrekkelig finansiering
 - Styret har handlet uaktsomt som kan medføre erstatningsansvar
 - Det er ikke konstatert at styret har begått lovbrudd
 - Rapporten vurderer ikke den kommersielle siden av kjøpet
- 25. april stemmer generalforsamlingen over ny revisor og utstedelse av 50 millioner aksjer. Børsen var til stede på generalforsamlingen. Generalforsamlingen godkjente de foreslåtte punktene til generalforsamlingen, inkludert utstedelse av 50 millioner IGE aksjer¹³⁵.
- 29. april velger styreleder Ulrik Jansson og styremedlem Hans Lindroth å trekke seg fra sine verv. Arto Kuusinen som var Amarants representant på generalforsamlingen 25. april overtar styreledervervet¹³⁶.
- 10. mai lykkes en gruppe minoritetsaksjonærer å stanse registrering av de 50 millioner nye aksjene i det svenske foretaksregisteret¹³⁷.
- 29. mai kalles aksjonærene inn til en ny ekstraordinær generalforsamling hvor det bl.a. foreslås å vedta aksjeutstedelsen på nytt¹³⁸.
- 30. mai går Ekobrottsmyndighetene inn i IGEs lokaler for å ransake og sikre bevis i forbindelse med anmeldelsen fra KPMG¹³⁹.
- 14. juni utsettes generalforsamlingen til 2. august¹⁴⁰.

¹³² Innkalling 2. april til generalforsamling 25. april

¹³³ Børsmelding 3. april fra IGE

¹³⁴ Undersøkelsesrapport fra Advokatfirmaet Westermark Anjou (se note 10)

¹³⁵ Resultat fra generalforsamlingen

¹³⁶ Børsmelding fra IGE 29. april

¹³⁷ Børsmelding fra IGE 10. mai

¹³⁸ Innkalling 29. mai til generalforsamling 27. juni

¹³⁹ Børsmelding fra IGE 3. juni

- 3. juli offentliggjør IGE en børsmelding om at det er startet reforhandling av avtalen om kjøp av GG med Alluvia¹⁴¹.
- 3. juli offentliggjør selskap innkallingen til generalforsamlingen som skal holdes 2. august¹⁴². Et av punktene på agendaen er godkjenning av kjøpet av GG med endrede betingelser.

Etter selskapet mottok børsens innstilling 5. juli har det vært hendelser som for helhetens skyld tas med i saken:

- En domstol i Stockholm avgjør at beslutningen på generalforsamlingen 25. april om å utstede nye aksjer er ugyldig¹⁴³.
- IGE melder 25. juli at avtalen med Alluvia og kjøp av GG er annullert. IGE skal i stedet kjøpe aksjene i AMT for MSEK 50. Dette er aksjene som er holdt som sikkerhet for det allerede utbetalte forskuddet på MSEK 50.¹⁴⁴ Aksjene utgjør 40 % av utestående aksjer i AMT og 99 % av preferanseaksjene i AMT. I tillegg er det inngått en salgsoptjon hvor IGE kan selge de nevnte aksjene til Amarant for MSEK 50 og en kjøpsoppsjon hvor Amarant kan kjøpe AMT aksjene for MSEK 55.
- 30. juli melder Amarant at de har solgt sine alle aksjer i IGE¹⁴⁵. Oslo Børs er blitt gjort kjent med at bakgrunnen for overdragelsen er at aksjene var pantsatt. Aksjene er overdratt til långiveren Altro Invest AB i forbindelse med at Amarant ikke har tilbakebetalt lån. Overføringen ble gjennomført i VPS 12. juni.
- 2. august ble det avholdt generalforsamling som valgte et nytt styre og ansatte en ny administrerende direktør. Den reviderte avtalen med Alluvia ble nedstemt på den samme generalforsamlingen. Det nye styret har uttalt at de ønsker å kreve pengene som ble utbetalt i januar tilbakebetalt og vil gå til skritt for å holde tidligere styre og ledelse ansvarlig for beløpet på MSEK 50¹⁴⁶.
- 5. august ringer IGE og ber om at aksjen suspenderes. Grunnen er at selskapet er i en akutt likviditetskrise og har behov for tilførsel av nye midler¹⁴⁷.

4 Rettslig grunnlag

4.1 Informasjonsplikt i markedet

Etter vphl. § 5-2 (1), jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.1, skal børsnoterte selskaper uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder.

Innsideinformasjon er definert i vphl. 3-2 (1):

¹⁴⁰ Børsmelding fra IGE 14. juni

¹⁴¹ Børsmelding fra IGE 3. juli

¹⁴² Innkallingen til generalforsamling 2. august

¹⁴³ Børsmelding fra IGE 5. juli

¹⁴⁴ Børsmelding fra IGE 25. juli

¹⁴⁵ Melding fra Amarant 30. juli

¹⁴⁶ Børsmelding fra IGE 3. august

¹⁴⁷ Børsmelding fra IGE 5. august

”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.”¹⁴⁸

Definisjonen stiller tre hovedvilkår for at opplysninger skal anses som innsideinformasjon. For det første må det dreie seg om presise opplysninger om de aktuelle finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold. Videre må opplysningene være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart. Til slutt må det dreie seg om opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

De to første hovedvilkårene i definisjonen av innsideinformasjon (dvs. kravet om at opplysningene skal være presise og påvirke kursen merkbart) er nærmere utdypet i vphl. § 3-2 (2) og (3):

”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.

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.”

Etter det første hovedvilkåret må opplysningene i det minste indikere at en omstendighet har inntruffet, eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe. Verken ordlyden, forarbeider eller praksis begrenser hva som saklig kan utgjøre en opplysning, gitt at de øvrige vilkårene er innfridd. Videre må opplysningene, i følge vphl. § 3-2 (2), være såpass spesifikke at det kan trekkes en konklusjon om opplysningenes mulige påvirkning på prisen til det aktuelle finansielle instrumentet. Kravet loven stiller til opplysningenes presisjon innebærer en avgrensning mot rykter og spekulasjoner, jf. Ot. prp. nr.12 (2004-2005) pkt. 4.5. Finanstilsynet la i forbindelse med direktivgjennomføringen til grunn at opplysninger kan være presise selv om de ikke er fullstendige, entydige, endelige eller ubetingede, forutsatt at de er tilstrekkelig spesifikke¹⁴⁹.

Det andre hovedvilkåret i definisjonen av innsideinformasjon er at opplysningene skal være *egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart*. Det er i loven angitt at vurderingen av slik kursrelevans må skje ut fra en fornuftig investors antatte vurdering av informasjonen - ”*fornuftig investor test*”, jf. § 3-2 (3). Etter forarbeidene er det avgjørende kriteriet i denne testen hvorvidt ”*den alminnelige fornuftige investor ville tillagt opplysningene vekt dersom den inngikk i vedkommendes beslutningsgrunnlag*”, jf. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 4.5. Det er ikke den faktiske påvirkningen av kursen til de finansielle instrumentene som skal vurderes. Vurderingen skal foretas ut fra en fornuftig investors antatte vurdering på handlingstidspunktet - ”*ex ante*”. Det må dermed foretas en vurdering av om opplysningen var av en slik art og virkelighet at det er sannsynlig at en fornuftig investor ville ha handlet annerledes om opplysningen var tilgjengelig som skal bedømmes, f.eks. ved å avstå fra å handle eller handle til annen kurs.

For å omfattes av definisjonen av innsideinformasjon må opplysningene være ikke offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

¹⁴⁸ Vår understrekning

¹⁴⁹ Høringsnotat av 1. mars 2004 side 15 ”Begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. – implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv.

Det må vurderes konkret om en opplysning er å anse som innsideinformasjon. Vurderingen er relativ og vil kunne falle ulikt ut for forskjellige selskap og markeder.

Tilsyn og sanksjonering av reglene knyttet til offentliggjøring av innsideinformasjon i vphl. §§ 5-2 og 5-3 er delegert til Oslo Børs, jf. vphl. § 17-4 (3) tredje punktum og vphl. § 15-2 (2), jf. verdipapirforskriften § 13-1.

4.2 Utsatt offentliggjøring

På nærmere vilkår kan offentliggjøringen av innsideinformasjon utsettes, jf. vphl. § 5-3:

”(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 utsteders 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 utsteders 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 vilde allmennhetens korrekte vurdering av forholdet.*

Innsideinformasjon som er utsatt offentliggjort skal behandles konfidensielt, jf. vphl. §§ 5-3 (1) og 3-4. Børsen har i sine løpende forpliktelser pkt. 3.1.1 til 3.1.3 fastsatt regler som tilsvarer vphl. §§ 5-2, 5-3 og 3-4.

Det følger av løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3) at utsteder selskapet ved utsatt offentliggjøring uoppfordret og umiddelbart skal varsle børsen om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen. Tilsvarende plikt følger av verdipapirforskriften § 5-1.

En underretning til børsen gir børsens markedsovervåkningsfunksjon anledning til å intensivere markedsovervåkingen av selskapets aksjer og anvende virkemidler i kursnoteringen som børs pause og suspensjon dersom det er grunn til å tro at noen i markedet er i ferd med å bli kjent med opplysningene.

Utsatt offentliggjøring er nærmere omtalt i børs sirkulære 3/2005 pkt. 3.6.

4.3 Opplysningsplikt overfor børsen

Utsteders plikt til å gi opplysninger til Oslo Børs fremkommer av børsloven § 24 (7) 1. pkt., som lyder:

” (7) Regulert marked kan kreve at utsteder av finansielle instrumenter som er eller søkes tatt opp til handel, utsteders tillitsvalgte og ansatte uten hinder av taushetsplikt gir regulert

marked de opplysninger som er nødvendig for at markedet skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter.”

4.4 Utvidet børsmelding

Det følger av børsens løpende forpliktelser pkt. 3.4.1 (1) at:

«(1) Dersom selskapet inngår avtale om en transaksjon som innebærer en endring på mer enn fem prosent i forhold til kriteriene nevnt i tredje ledd skal selskapet offentliggjøre informasjon i samsvar med pkt. 3.4.2 og 3.4.3.»

og i 3.4.1 (3) at:

«(3) Transaksjonen innebærer en endring som nevnt i første ledd dersom den medfører en økning eller reduksjon på mer enn fem prosent i selskapets eiendeler, driftsinntekter eller årsresultat. Dersom transaksjonen gjelder eiendel eller virksomhet som ikke har vært gjenstand for separat finansiell rapportering, skal beregningen av om transaksjonen overstiger fem prosent baseres på vederlaget for eiendelen eller virksomheten og den balanseførte verdien av selskapets samlede eiendeler før ervervet eller avhendelsen.»

I punkt 3.4.3 fremgår det at:

«(1) Meldingen skal sendes så snart som mulig etter at avtale er inngått, og senest innen børsåpning tredje børsdag etter dette tidspunkt.»

5 Selskapets anførsler

Selskapet ble 5. juli 2013 gjort kjent med børsens foreløpige syn vedrørende selskapets informasjonsplikt.

Selskapet svarte på denne henvendelsen 25. juli 2013. Svaret gjengis i sin helhet:

“Reference is made to your letter dated 5 July 2013.

IGE notes the Oslo Børs’ assessment of the matter. Please note that, during the relevant time period, IGE had a different composition of its board and management. Thus, the current board and management has found it somewhat challenging to respond to all queries from Oslo Børs in this matter. For the record, IGE still does not agree with all the assessments made by Oslo Børs, not the conclusions as presented in the letter dated 5 July 2013.

However, IGE accepts that there has been a basis for the OSE to raise questions regarding the cash pre-payment and the disclosure thereof and the timing of disclosure. Consequently, the company does not want to spend further time and resources on debating this matter. The company has a need to concentrate on current and future operations. IGE asks that this matter is concluded by a decision by the OSE to criticize the company for its handling of the disclosure issues in this matter, and thus that any economic fine is avoided. The clear policy of the current board and management is to strictly adhere to all stock exchange regulations and to avoid any further discussions with the OSE on disclosure of facts and circumstances pertaining to the IGE shares.”

6 Børsens vurdering

For å kunne konkludere i spørsmålet om IGE har brutt sin informasjonsplikt, jf. vphl. § 5-2, må det vurderes om selskapets inngåelse av avtalen om kjøp av GG utgjorde innsideinformasjon som definert i vphl. § 3-2, og utbetalingen av forskuddsbetalingen på MSEK 50 i den anledning, før dette ble offentliggjort ved børsmelding av 29. januar 2013 og endelig i utvidet børsmelding 27. mars 2013. Spørsmålet er da om, og i så tilfelle på hvilket tidspunkt, informasjon om de nevnte omstendigheter utgjorde presise opplysninger som var egnet til å påvirke kursen merkbart.

6.1 Presise opplysninger

Det er børsens vurdering at avtalene (Share Purchase Agreement og Stock Pledge Agreement) som ble inngått den 23. januar 2013 og utbetalingen av MSEK 50 den samme dato, utgjør inntrufne begivenheter som var tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkning av disse begivenhetene på kursen til IGE-aksjene. Vilkåret om at det må foreligge «presise opplysninger» var således oppfylt på dette tidspunktet. Dette selv om det var knyttet forbehold til den endelige gjennomføringen av avtalen 23. januar. Betydningen av de avtalte forbeholdene for gjennomføringen av kjøpet og den sikkerhet som forelå med hensyn til evt. tilbakebetaling av forskuddet dersom salget ikke ble gjennomført, vil imidlertid ha relevans for vurderingen av kurspåvirkningspotensialet, jf. nærmere om dette under.

6.2 Kurspåvirkningspotensial

Spørsmålet om informasjonen om avtalene (Share Purchase Agreement og Stock Pledge Agreement) som ble inngått den 23. januar 2013 og utbetalingen av MSEK 50 den samme dato hadde et merkbart kurspåvirkningspotensial skal bedømmes utfra «fornuftig investor testen».

Selskapet har lite virksomhet og hadde ingen omsetning i 2012 og et EBIDTA på minus MSEK 24,6. Kontantbeholdningen ved utgangen av 2012 var MSEK 69,2. Totale aktiva ved årsskiftet var MSEK 292 og ved tilførsel av aktiva ved GG vil dette øke med 28 %. Selv om dette i seg selv ikke sier noe om hvor store inntekter man kan få ut av lisensene som kjøpes, så gir det en klar indikasjon om at dette er et stort kjøp, relativt til de andre lisensene som IGE allerede hadde på avtaletidspunktet.

I tillegg det faktum at nye prosjekter som selskapet vurderer å kunne gi inntekter (som selskapet ikke hadde i 2012) vil påvirke kursen på selskapets aksjer. I den forbindelse kan det vises til IGEs egne uttalelser i børsmeldingen 27. mars:

"The right to the AuVert Recovery lines in which Ghana Gold has an pre-paid interest will provide a significant capacity to produce alluvial diamonds and gold for IGE. With the support of the machinery which will be included in fully financed recovery lines, IGE will be well prepared to start production with a relatively short ramp up period. Based on the improved technology, IGE expects significant alluvial recovery on new prospects and old tailings of both gold and diamonds.

"The Board's main focus is to act in our shareholders' best interest and to create value for our shareholders. The proposed acquisition of Ghana Gold, including the state-of-the-art recovery lines from AuVert Systems, will significantly improve recovery rates compared to current industry standards. The proposed acquisition adds significant resources to our existing assets and our view is that the acquisition of Ghana Gold will

be an important step to get into production and thereby generate positive cash flow. It is important to note that the recent year's strong development in the gold price gives IGE an excellent opportunity to expand our operations in a profitable way", says Ulrik Jansson, Chairman of the IGE Board."

Dette ytterligere fremhever viktigheten av kjøpet for å skape fremtidige inntekter for IGE. Selskapets tro på utvinningslinjene og dermed tro på fremtidige inntekter vil ha en merkbar kurspåvirkning.

Utbetalingen av forskuddet innebærer en reduksjon av selskapets kontantbeholdning på 72,3 %, noe som må sies å ha en merkbar effekt på kursen dersom det hadde blitt offentliggjort. Selv om evt. krav om tilbakebetaling av forskuddet var sikret med aksjepantet, løper selskapet en risiko for at pengene ikke betales tilbake ved et eventuelt bortfall av avtalen. For aksjonærene og nye investorer vil frie kontanter telle mer i verdivurderingen enn aksjer i et amerikansk selskap som ikke kan handles. I tillegg har ikke selskapet løpende inntekter og dermed reduseres også evnen til å håndtere løpende utgifter. Ved fravær av inntekter over lang tid, løper også selskapet en større risiko for å måtte skaffe penger gjennom ekstern finansiering etter utbetalingen. Dermed er dette forholdet i seg selv noe en fornuftig investor sannsynligvis ville legge vekt på, i tillegg til at avtalen om kjøp av GG er kurssensitivt.

Selv om vurderingen av om et forhold er innsideinformasjon skal gjøres ex ante, altså i forkant av tidspunktet for offentliggjøring, så kan det ved offentliggjøringstidspunktene også påvises en merkbar kurspåvirkning. Det vises da til at kursen steg den 29. januar med 8,5 % og ved endelig avtale 27. mars steg kursen 10,3 %.

Selskapet argumenterer med at det ikke forelå innsideinformasjon den 23. eller 29. januar, men først når avtalen mellom Mineral Invest og Alluvia var sluttført, altså når generalforsamlingen i Mineral Invest godkjente salget av GG. Oslo Børs er ikke enig i denne vurderingen. Den 22. januar (avtalens dato som undersøkelsesrapporten sier er antedatert) inngås det en avtale om aksjer som skal holdes som sikkerhet for utbetalingen på MSEK 50 og den 23. januar inngår selskapet en avtale hvor IGE forplikter seg til å kjøpe GG med forutsetning om at avtalen mellom Mineral Invest og Alluvia gjennomføres. Det er ikke unormalt at selskaper som inngår avtaler om kjøp av annen virksomhet eller andre type kontrakter har betingelser som må oppfylles før forpliktelsene blir endelige. I de fleste slike tilfeller vil selskapene offentliggjøre avtalen sammen med informasjon om betingelsene. Kunnskap om avtalen er for selskapet ett faktum. I tillegg, bemerkes at både Mineral Invest og Alluvia eies delvis av Amarant som også er hovedeier i IGE. Johan Ulander en sentral skikkelse i Amarant og Alluvia og Arto Kuusinen har hatt og har sentrale verv i både Amarant og Alluvia. Det er derfor mange fellestrekk og berøringspunkter mellom de involverte selskapene der de har overlappende eierskap eller ledelse slik at man har felles interesse i å få gjennomførte avtalen.

Etter dette forelå det, etter børsens syn, meldepliktig innsideinformasjon i selskapet senest den 23. januar i forbindelse med at kjøpsavtalen inngås og at det de facto utbetales et forskudd på MSEK 50 som utgjør 72,3 % av selskapets frie kapital. Børsens vurdering er at utbetalingen isolert sett er av en slik størrelsesorden sett i forhold til selskapets frie aktiva og risikoeksponering at den vil være kvalifisert innsideinformasjon i seg selv, uavhengig av eventuelle andre avtaler og forbehold.

Selskapet informerer markedet først den 27. mars om de avtaler om kjøpet av GG, herunder forskuddsbetalingen. Dette er omtrent 2 måneder etter at hendelsene fant sted.

I mellomtiden forverrer Selskapet informasjonsbildet ved den børsmelding som ble offentliggjort 29. januar der det informeres om at de har til hensikt å kjøpe et gullprosjekt i DRC, og at kjøpet skal legges frem for generalforsamlingen innen kort tid. Denne meldingen er svært mangelfull og derfor

villedende. På dette tidspunkt har Selskapet inngått en forpliktende avtale om kjøpet av GG. Vesentlig informasjon utelates da det blant annet ikke nevnes noe om forskuddet på MSEK 50 eller kjøpsavtalen mellom IGE, Alluvia og Conventus som da var inngått.

6.3 Utsatt offentliggjøring

I vurderingen av om det foreligger brudd på informasjonsplikten etter vphl. § 5-2 er det etter børsens oppfatning heller ikke nødvendig å ta stilling til om vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt, jf. vphl. § 5-3 ettersom selskapet ikke har benyttet seg av dette regime. Hvis det allikevel skal knyttes noen kommentarer til denne muligheten så vil det fra børsens side være for å gi veiledning til hvordan slike situasjoner kan håndteres.

Oslo Børs er av den oppfatning at selskapet nok ikke hadde grunnlag for utsatt offentliggjøring 23. januar. Dette fordi avtalen om kjøp av GG er en endelig avtale som innehar forbehold. I slike situasjoner så må det være alminnelige avtalerettslige prinsipper som gjelder og da er det slik at partenes rettigheter og forpliktelser er etablert når avtalen signeres. Dette må ha betydning for når informasjonsplikten inntreer og tidspunktet for når selskapet skulle sende utvidet børs melding (se under). Hvis IGE allikevel skulle mene at deler av avtalen måtte kvalitetssikres, for eksempel usikkerheten rundt avtaleforholdet mellom Mineral Invest og Alluvia, så kunne selskapet bli hørt med en kort utsettelse av offentligjøringen. Dog opphører denne muligheten til utsatt offentliggjøring når selskapet den 29. januar offentliggjør en melding om en intensjon om å kjøpe GG. I slike tilfeller kan ikke selskapet selektivt velge å offentliggjøre bare deler av informasjonen når det klart gjenstår informasjon som i seg selv kan være innsideinformasjon. Da siktes det spesielt til utbetaling av MSEK 50 og avtalen som er inngått 23. januar. Begge disse forholdene sier noe om sannsynligheten for at en endelig avtale uten forbehold inngås og det må selskapets aksjonærer og andre markedsaktører få del i. Dette ligger i de forpliktelsene selskapet har etter vphl. § 5-2.

Det å offentliggjøre meldinger som villeder markedet gjennom at informasjon bevisst utelates er i seg selv brudd på god børsikk jfr. børsforskriftens § 14.

På bakgrunn av dette konkluderes det med at selskapet har brutt informasjonsplikten jfr. vphl. § 5-2.

6.4 Utvidet børs melding

Spørsmålet om når fristen for utvidet børs melding begynner å løpe, avhenger av når avtale er inngått. I den forbindelse vises det til drøftelsen over om informasjonsplikt. På bakgrunn av dette begynner fristen å løpe 23. januar og utvidet børs melding skulle da vært offentliggjort 28. januar. Det sammenfaller godt med meldingen som kommer 29. januar (kan være tvil om tid på døgnet avtalen er inngått) og da skulle selskapet ha offentliggjort en utvidet børs melding 29. januar.

På bakgrunn av dette konkluderes det med at selskapet har brutt plikten til å offentliggjøre utvidet børs melding jfr. LF punkt 3.4.1 (1) og (3) samt 3.4.3.

I denne konkrete saken ville en slik utvidet børs melding gitt markedet betydelig mer informasjon enn hva som var tilfellet 29. januar.

7 Sanksjon

Børsen kan ilegge overtredelsesgebyr for brudd på selskapets løpende informasjonsplikt etter vphl. §§ 5-2 og 5-3, jf. vphl. § 17-4 (3) tredje punktum og § 15-1 (2), jf. verdipapirforskriften § 13-1. Overtredelsesgebyret tilfaller statskassen, jf. vphl. § 17-4 (4) annet punktum.

Børsen kan etter børsforskriften § 31 og løpende forpliktelser 15.4 ilegge overtredelsesgebyr for vesentlig brudd på børsens løpende forpliktelser, herunder brudd på 3.4.

Børsen har i valg og utmåling av sanksjon sett hen til avgjørelser i lignende saker vedrørende brudd på informasjonsplikten og utvidet børsmelding.

Wega Mining ASA ble, ved børsstyrevedtak 17. juni 2009, ilagt overtredelsesgebyr tilsvarende åtte ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på løpende informasjonsplikt i forbindelse med opplysninger om kapitalbehov som følge av forsinkelser og kostnadsoverskridelser ved et prosjekt. Denne saken har flere likhetstrekk med nærværende sak, bl.a. ved at overtredelsen av plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon foregikk over en lang periode (drøye fire måneder).

Sevan Marine ASA ble ilagt overtredelsesgebyr, gjennom børsstyrevedtak av 14. desember 2011, for overtredelse av løpende informasjonsplikt og for sen offentliggjøring av informasjonsdokument. Førstnevnte overtredelse vedrørte at selskapet ikke offentliggjorde informasjon om forventede kostnadsoverskridelser i forbindelse med oppgradering av en av selskapets produksjonsrigger (Sevan Voyageur) rettidig. For denne delen ble selskapet sanksjonert med seks ganger årlig kursnoteringsavgift. Perioden selskapet var i brudd med bestemmelsen strakk seg over en periode på ca. 2 ½ uke, noe som er vesentlig kortere enn i IGE- saken. Dog forelå det en skjerpene omstendighet i Sevan Marine-saken da det dreide seg om et gjentatt brudd på informasjonsplikten innenfor ett og samme år.

Bionor Pharma ASA ble sanksjonert for overtredelse av informasjonsplikten, gjennom børsstyrevedtak av 24. august 2011, som i forbindelse med en trinnvis prosess. Selskapet ble ilagt et overtredelsesgebyr på to ganger årlig kursnoteringsavgift. Ved vurderingen av utmåling ble det særlig sett hen til at saken dreide seg om særdeles kurssensitiv informasjon. I formildende retning ble det lagt vekt på at de aktuelle hendelsene var svært komplekse og at det dreide seg om en relativ kort periode.

Norse Energy Corporation ble i 2012 sanksjonert for å ha unnlatt å offentliggjøre informasjonsdokument tidsnok, for å ha unnlatt å offentliggjøre utvidet børsmelding tidsnok og for å ha unnlatt å gi en redegjørelse for fortsatt notering. Selskapet ble ilagt overtredelsesgebyr på to ganger årlig kursnoteringsavgift. Her offentliggjorde selskapet utvidet børsmelding ca. 2 måneder etter fristen, slik det er i nåværende sak, men utmålingen av gebyret inneholdt også brudd på flere bestemmelser i løpende forpliktelser.

Børsen bemerker at det ved vurderingen av utmålingen, i denne saken, særlig er sett hen til den lange perioden (2 måneder) markedet har vært uten informasjon.

I denne perioden villeder IGE markedet ytterligere ved å offentliggjøre uriktig og svært ufullstendig informasjon den 29. januar. Informasjonen som ble tilbakeholdt utgjør etter børsens vurdering innsideinformasjon i seg selv. At revisor i ettertid anmelder ledelse og styre i forbindelse med transaksjonen, Ekobrottsmyndighetene har startet etterforskning og at revisor mener at det er antedaterte avtaler indikerer at selskapet bevist har unnlatt å offentliggjøre informasjonen og det gjøres for å skjule kritikkverdige eller potensielt rettstridige handlinger. Den villedning av markedet som finner sted 29. januar utgjør skjerpene omstendigheter i denne saken.

I tillegg var selskapet forpliktet til å offentliggjøre en utvidet børsmelding. Når denne forpliktelsen også blir tilsidesatt, ytterligere forverrer det situasjonen for markedet som ikke mottar fullstendig informasjon.

Etter en totalvurdering kommer Oslo Børs til at overtredelsesgebyret passende settes til 5 ganger årlig kursnoteringsavgift lik 721 000,- kroner for brudd på vphl. § 5-2 og 1 gang årlig kursnoteringsavgift for brudd på løpende forpliktelser 3.4 lik 144 200,- kroner.

På bakgrunn av ovenstående traff børsstyret følgende vedtak:

For brudd på plikten til å melde innsideinformasjon til markedet etter verdipapirhandelloven § 5-2 (1), ilegges IGE Resources AB et overtredelsesgebyr på fem ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 721 000,- kroner, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd og § 15-1, jf. verdipapirforskriften § 13-1, og for overtredelse av plikten til å offentliggjøre utvidet børsmelding senest tre børsdager etter avtaleinngåelse ilegges 1 gang årlig kursnoteringsavgift, dvs. 144 200,- kroner, jf. børsforskriftens § 31 og løpende forpliktelser 15.4.

4.2.1.5 Børsklagenemndens sak 3/2013: IGE Resources AB - Børsens vedtak om å ilegge overtredelsesgebyr

Avgjørelse 9. oktober 2013 av klage fra IGE Resources AB over Oslo Børs ASAs vedtak 29. august 2013 om å ilegge IGE Resources AB overtredelsesgebyr for brudd på plikten til å melde innsideinformasjon til markedet etter verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd, og plikten til å offentliggjøre utvidet børsmelding etter Oslo Børs løpende forpliktelser punkt 3.4.

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Oslo Børs ASA («Oslo Børs» eller «børsen») fattet 29. august 2013 vedtak («vedtaket») med slik konklusjon:

For brudd på plikten til å melde innsideinformasjon til markedet etter verdipapirhandelloven § 5-2 (1), ilegges IGE Resources AB et overtredelsesgebyr på fem ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 721 000,- kroner, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd og § 15-1, jf. verdipapirforskriften § 13-1, og for overtredelse av plikten til å offentliggjøre utvidet børsmelding senest tre børsdager etter avtaleinngåelse ilegges 1 gang årlig kursnoteringsavgift, dvs. 144 200,- kroner, jf. børsforskriftens § 31 og løpende forpliktelser 15.4.

IGE Resources AB («klager», «IGE» eller «selskapet») påklaget vedtaket i brev 6. september 2013. Klagen er rettidig fremsatt.

Styret i Oslo Børs behandlet klagen i møte 25. september 2013 og fant ikke grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble ved brev 25. september 2013 oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjettede ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 9. oktober 2013. Ved behandlingen deltok Bjørg Ven (leder), Knut Bergo (nestleder), Trygve Bergsåker, Espen Klitzing, og Jøril Mæland.

2. Sakens bakgrunn

IGE er et svensk selskap som driver med utvikling av mineralressurser. Selskapet har vært notert på Oslo Børs siden 21. november 1997. Selskapet het tidligere International Gold Exploration IGE AB.

IGE inngikk 23. januar 2013 en avtale om kjøp av alle aksjene i selskapet Ghana Gold AB («GG») fra Alluvia Mining Ltd., og det ble avtalt forskuddsbetaling på MSEK 50. Som part i avtalen inngikk også

Conventus Ltd., som skulle stille aksjer i selskapet Advanced Mineral Technologies Inc. («AMT») som sikkerhet for forskuddsbetalingen på MSEK 50. Kjøpsavtalen ble inngått og utbetalingen foretatt 23. januar 2013.

Ifølge kjøpsavtalen skulle IGEs vederlag for GG aksjene være betalingen av MSEK 50 i kontanter ved inngåelsen avtalen, utstedelse av 50 millioner nye IGE-aksjer til SEK 2 per aksje, samt 10 % av brutto fremtidig inntekt av salg av metaller fra prosjektet i DRC (Kongo). Bakgrunnen for utbetalingen av MSEK 50 er fra selskapets side hevdet å være et forretningsmessig depositum som ledd i forhandlingene med Alluvia Mining Ltd. For det tilfelle kjøpet av GG ikke ble gjennomført skulle forskuddsbetalingen tilbakeføres IGE. Hvis så ikke ble gjort skulle IGE ha rett til å overta aksjeposten i AMT. I den undersøkelsesrapport som senere ble utarbeidet, som nærmere redegjort for i børsens vedtak punkt 3.4, fremgår det at det i ettertid ble inngått en aksjepantavtale for de AMT-aksjene som ble stilt som sikkerhet for eventuell tilbakebetaling av forskuddet på MSEK 50. Panteavtalen ble inngått mellom IGE og Conventus Ltd. som eier av AMT aksjene. Avtalen er ifølge undersøkelsesrapporten antedatert til 22. januar 2013.

Alluvia Mining Ltd. eide på tidspunktet for kjøpsavtalen ikke GG, men hadde inngått en avtale med Mineral Invest International AB om å kjøpe GG. Denne avtalen ble inngått 8. januar 2013. Kjøpsavtalen for aksjene i GG måtte godkjennes av generalforsamlingen i Mineral Invest International AB, og deretter måtte IGE forelegge sin avtale for godkjenning av egen generalforsamling. I tillegg måtte det foreligge godkjent prospekt for de nye IGE-aksjene som skulle utstedes til Alluvia Mining Ltd. som selger. Gjennomføring av kjøpet skulle ifølge avtalen senest være skjedd innen 30. juni 2013.

Selskapet meddelte i børs melding av 29. januar 2013 at man hadde som intensjon å inngå avtale om kjøp av GG. Meldingen førte til at selskapets aksjeverdi steg med 8,5 %. Endelig melding om kjøpet kom 27. mars 2013 og da steg selskapets aksjeverdi med 10,3 %.

Som følge av utilfredsstillende besvarelse av en rekke spørsmål fra revisor i anledning denne transaksjonen trakk revisor seg i mars 2013 og anmeldte IGE til Ekobrottsmyndighetene. På anmodning fra selskapet foretok advokatfirmaet Westermarck en undersøkelse rundt selskapets håndtering av kjøpet av GG og avga en kortfattet rapport den 19. april 2013 hvor håndteringen ble kritisert. Det foregikk utskifting av administrerende direktør og styremedlemmer i april, men i generalforsamling 25. april 2013 ble utstedelse av 50 millioner nye aksjer vedtatt, samtidig som det ble valgt ny revisor i selskapet. Det lyktes en gruppe minoritetsaksjonærer å stanse registreringen av de nye aksjene i det svenske foretaksregisteret, og en domstol i Stockholm har senere avgjort at beslutningen på generalforsamlingen den 25. april 2013 var ugyldig.

Den 25. juli 2013 meldte IGE at avtalen med Alluvia Mining Ltd. og kjøp av GG var annullert, og at IGE i stedet skulle kjøpe aksjene i AMT for 50 MSEK. Den tidligere hovedaksjonær i selskapet, Amaran Mining Ltd. solgte sine aksjer i selskapet 30. juli, og i generalforsamling 2. august ble valgt nytt styre, og ny administrerende direktør ble ansatt. Den reviderte avtalen med Alluvia ble nedstemt på samme generalforsamling. Det nye styret har uttalt at de ønsker å kreve pengene som ble utbetalt i januar tilbakebetalt og vil ta skritt for å holde det tidligere styre og ledelse ansvarlig for beløpet på MSEK 50.

Det vises for øvrig til redegjørelse for sakens bakgrunn i vedtaket fra Oslo Børs punkt 3.

3. Rettslig grunnlag

Det følger av vphl. § 5-2 første ledd at:

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

Vphl. § 3-2 første til tredje ledd definerer «innsideinformasjon» og 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.

Oslo Børs kan ilegge overtredelsesgebyr etter vphl. § 17-4 tredje ledd ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av vphl. § 5-2, jf. vphl. § 15-1 jf. verdipapirforskriften § 13-1.

Det følger av børsforskriften § 31 at «ved vesentlige brudd på regulert markedes regler og forretningsvilkår, kan regulert marked vedta å ilegge utstedere av finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på vedkommende regulerte marked et overtredelsesgebyr som skal betales til det regulerte markedet».

4. Børsens vedtak

Børsen fattet 29. august 2013 vedtak som referert under punkt 1.

4.1 Utgangspunkt

Børsen oppstiller følgende utgangspunkt for sin vurdering:

For å kunne konkludere i spørsmålet om IGE har brutt sin informasjonsplikt, jf. vphl. § 5-2, må det vurderes om selskapets inngåelse av avtalen om kjøp av GG utgjorde innsideinformasjon som definert i vphl. § 3-2, og utbetalingen av forskuddsbetalingen på MSEK 50 i den anledning, før dette ble offentliggjort ved børsmelding av 29. januar 2013 og endelig i utvidet børsmelding 27. mars 2013. Spørsmålet er da om, og i så tilfelle på hvilket tidspunkt, informasjon om de nevnte omstendigheter utgjorde presise opplysninger som var egnet til å påvirke kursen merkbart.

4.2 Presise opplysninger

Det er børsens vurdering at avtalen om kjøp av aksjene i GG som ble inngått den 23. januar 2013 og utbetalingen av MSEK 50 den samme dato må anses som «presise opplysninger» etter vphl. § 3-2 annet ledd, og at dette er tilfellet selv om det var knyttet forbehold til den endelige gjennomføringen av avtalen 23. januar 2013.

4.3 Kurspåvirkningspotensial

Børsen mener informasjonen om kjøpsavtalen som ble inngått den 23. januar 2013, og utbetalingen av MSEK 50 samme dato, hadde et merkbart kurspåvirkningspotensial som nærmere redegjort for i børsens vedtak punkt 6.2. Herunder viser børsen til at tilførsel av aktiva ved GG-kjøpet ville øke selskapets aktiva med 28 %, og at dette indikerer at det er tale om et stort kjøp, relativt til de andre lisensene som IGE allerede hadde på avtaletidspunktet. I tillegg viser børsen til selskapets børsmelding 27. mars 2013 der selskapet fremhever viktigheten av kjøpet for å skape fremtidige inntekter for IGE, og børsen mener at selskapets tro på utvinningslinjene, og dermed tro på fremtidige inntekter, vil ha en merkbar kurspåvirkning.

Videre mener børsen at betalingen av forskuddet må sies å ha en merkbar effekt på kursen dersom det hadde blitt offentliggjort, og viser herunder til at forskuddet innebærer en reduksjon av selskapets kontantbeholdning på 72,3 %, og at selv om et eventuelt krav om tilbakebetaling av forskuddet var sikret med aksjepantet, løp selskapet en risiko for at pengene ikke betales tilbake ved et eventuelt bortfall av avtalen.

Børsen skriver videre at «selv om vurderingen av om et forhold er innsideinformasjon skal gjøres ex ante, altså i forkant av tidspunktet for offentliggjøring, så kan det ved offentliggjøringstidspunktene også påvises en merkbar kurspåvirkning», og viser til at kursen steg den 29. januar 2013 med 8,5 % og 27. mars 2013 steg kursen 10,3%.

Børsen refererer til at selskapet argumenterer med at det ikke forelå innsideinformasjon den 23. eller 29. januar, men først når generalforsamlingen i Mineral Invest International AB godkjente salget av GG. Oslo Børs er ikke enig i denne vurderingen, og viser til at det ikke er unormalt at selskaper som inngår avtaler om kjøp av annen virksomhet eller andre type kontrakter, har betingelser som må oppfylles før forpliktelsene blir endelige, men at i de fleste slike tilfeller vil selskapene offentliggjøre avtalen sammen med informasjon om betingelsene, og at «kunnskap om avtalen er for selskapet ett faktum». I tillegg bemerker børsen at både Mineral Invest International AB og Alluvia Mining Ltd. eies delvis av Amarant Mining Ltd. som også var hovedeier i IGE, og at det derfor er mange fellestrekk og berøringspunkter mellom de involverte selskapene der de har overlappende eierskap eller ledelse slik at man har felles interesse i å få gjennomført avtalen.

Etter dette forelå det ifølge børsen meldepliktig innsideinformasjon i selskapet senest den 23. januar 2013 i forbindelse med at kjøpsavtalen ble inngått og det ble utbetalt et forskudd på MSEK 50. Børsens vurdering er at utbetalingen isolert sett er av en slik størrelsesorden sett i forhold til selskapets frie aktiva og risikoeksponering, at den vil være kvalifisert innsideinformasjon i seg selv, uavhengig av eventuelle andre avtaler og forbehold.

4.4 Utvidet børsmelding

Børsen viser til at fristen for utvidet børsmelding begynner å løpe når avtale er inngått, og mener at fristen begynte å løpe 23. januar 2013 slik at utvidet børsmelding skulle vært offentliggjort 28. januar 2013.

På denne bakgrunn konkluderer børsen med at selskapet har brutt plikten til å offentliggjøre utvidet børsmelding etter Oslo Børs løpende forpliktelser punkt 3.4.1 (1) og (3) samt 3.4.3.

4.5 Sanksjon

Børsen opplyser at de i valg og utmåling av sanksjon har sett hen til avgjørelser i lignende saker vedrørende brudd på informasjonsplikten og utvidet børsmelding, og redegjør for sakene Wega Mining ASA, Sevan Marine ASA, Bionor Pharma ASA og Norse Energy Corporation.

Børsen bemerker at det ved vurderingen av utmålingen i denne saken særlig er sett hen til den lange perioden (2 måneder) markedet har vært uten informasjon, og anfører at:

I denne perioden villeder IGE markedet ytterligere ved å offentliggjøre uriktig og svært ufullstendig informasjon den 29. januar. Informasjonen som ble tilbakeholdt utgjør etter børsens vurdering innsideinformasjon i seg selv. At revisor i ettertid anmelder ledelse og styre i forbindelse med transaksjonen, Ekobrottsmyndighetene har startet etterforskning og at revisor mener at det er antedaterte avtaler indikerer at selskapet bevisst har unnlatt å offentliggjøre informasjonen og det gjøres for å skjule kritikkverdige eller potensielt rettstridige handlinger. Den villedning av markedet som finner sted 29. januar utgjør skjerpene omstendigheter i denne saken.

I tillegg var selskapet forpliktet til å offentliggjøre en utvidet børsmelding. Når denne forpliktelsen også blir tilsidesatt, ytterligere forverrer det situasjonen for markedet som ikke mottar fullstendig informasjon.

5. Klagers anførsler

Selskapets anførsler i klagen 6. september 2013 er i hovedtrekk som følger:

Klager bestriker ikke børsens vurdering av selskapets brudd på informasjonsplikt og plikt til utvidet børsmelding i saken. Selskapets klage relateres til nødvendighet av sanksjon og utmåling av gebyr. Herunder anfører klager at lovens ordlyd synes å indikere at eventuell bruk av overtredelsesgebyr må vurderes på bakgrunn av om konsekvensene er rimelige, og om alternative og mer relevante sanksjonsmuligheter foreligger.

Klager opplyser at hele det tidligere styret er skiftet ut, og at Altro Invest har overtatt eierinteressene etter den tidligere hovedaksjonæren Amarant Mining og innledet et konstruktivt samarbeid med småaksjonærene med sikte på å gjenopprette IGEs posisjon i forhold til markeds plass og myndigheter. Klager viser videre til at medlemmer av det nåværende styret var i løpende kontakt med Oslo Børs og Finanstilsynet i den aktuelle perioden, og at de blant annet påpekte uregelmessigheter i det daværende styrets informasjon til markedet. Etter 2. august i år i har selskapet i følge klager i hovedsak konsentrert seg om å redde virksomheten fra konkurs.

Klager fremholder at det vil være et langt mer relevant og målrettet tiltak å politianmelde medlemmene av det tidligere «Amarantinnsatte» styret, som ifølge klager er direkte skyld i de lovbrudd Oslo Børs har påpekt. Klager anfører at et overtredelsesgebyr for IGE for de overtredelser som det tidligere styret har gjort seg skyldig i, vil være til urimelig skade for selskapets aksjonærer, og at det er vanskelig å se at et overtredelsesgebyr for IGE i den nåværende situasjon kan ha rimelig preventiv virkning.

6 Børsens merknader til klagen

Børsen behandlet klagen i børsstyremøte 25. september 2013 og oversendte børsstyrevedtaket til Børsklagenemnden samme dag. Etter børsens vurdering gir verken anførselene i klagen eller andre forhold grunnlag for omgjøring av vedtaket eller utmåling av overtredelsesgebyr.

Børsstyret har bl.a. følgende kommentarer til klagen:

«Børsen forholder seg til børsnoterte selskap som de rettssubjekter de er, uavhengig av styrerepresentasjon. Privat eller offentlig forfølgelse av sivilrettslige krav og straffbare forhold ligger utenfor børsens tilsynsområde

[...]

Børsen er ikke enig i at en sanksjon ikke vil ha en preventiv effekt som hevdet av IGE. Informasjonssplikten er en sentral forpliktelse for utstederen, og saken er vurdert som svært alvorlig med elementer av forsettlig villedning av markedet.

[...]

Det faktum at selskapets styre er byttet ut kan for børsen ikke tillegges vekt. Dette er ved sanksjonssaker ikke en helt uvanlig situasjon og børsen har da også tidligere sanksjonert selskap der de ansvarlige for selskapets forpliktelser var byttet ut. Børsens sanksjonering av Sevan MarineASA og Bionor Pharma ASA (2011) kan tjene som eksempler på dette.

[...]

Det vil etter børsens mening også gi markedet uheldige signaler at et bytte av styre eller ledelse skulle medfører at selskapene unngår eller får en lempeligere sanksjon.

[...]

Det vises til at et bøtenivå knyttet til kursnoteringsavgiften, som igjen er fastsatt utfra selskapets markedsverdi, ivaretar hensynet til konkret rimelighet og proporsjonalitet. Koblingen til kursnoteringsavgiften er vurdert av departementet gjennom fastsettelsen av børsforskriften og er i tråd med langvarig praksis hos børsen og Børsklagenemnden.

[...]

Oslo Børs er ikke uenig i klagers fremstilling at det har vært løpende kontakt med vedkommende som skrev brevet, men da først fra mars måned og utover. Uansett ser ikke børsen at innholdet i brevet har relevans for børsens sanksjonssak, men er selvfølgelig relevant i vurdering av tilbudssplikten og kan være viktig for Ekobrottsmyndighetene i en mulig straffesak»

7. Nye merknader fra klager

I brev 2. oktober 2013 kommenterer klager børsstyrets vedtak 25. september 2013.

Klager er enig i at skifte av styre og/eller ledelse i seg selv ikke bør gi grunnlag for å unngå sanksjoner mot selskapet. Klager anfører imidlertid at situasjonen for IGE er annerledes, slik at referansen til de erfaringer Oslo Børs har med Sevan Marine og Bionor Pharma har begrenset relevans. Klager fremhever herunder at den kontrollerende aksjonær «som sammen med styret har forårsaket informasjonssvikten og et betydelig tap for de øvrige aksjonærer», er ute av selskapet i tillegg til at styret er byttet ut.

Klager opprettholder anførselene om at henvendelser til Finanstilsynet og Oslo Børs fra aksjonærer og nåværende styremedlemmer om IGEs informasjonshåndtering er relevante, og at en sanksjon vil være urimelig overfor aksjonærene.

8. Børsklagenemndens vurdering

Klagen fra IGE gjelder børsens skjønnsmessige beslutning om å ilegge overtredelsesgebyr. At informasjonssplikten er brutt og at det således foreligger lovhemmel for overtredelsesgebyr, bestrides ikke av klager. Børsklagenemnden finner det da også åpenbart at det her foreligger brudd både på verdipapirhandelloven § 5-2 (1) og løpende forpliktelser punkt 3.4.1, slik at hjemmelen for å ilegge overtredelsesgebyr klart foreligger. Det vises i den forbindelse til merknadene i Oslo Børs' vedtak referert under punkt 4.2 til 4.4. ovenfor som Børsklagenemnden slutter seg til. Nemnden befatter seg derfor ikke mer med hjemmelsspørsmålet men behandler bare de spørsmål som tas opp i klagen.

Børsklagenemnden presiserer innledningsvis at nemnden har full kompetanse til å prøve alle sider ved børsstyrets skjønnsutøvelse.

Klager peker på ordet «kan» i regelen om ileggelse av overtredelsesgebyr, og mener at børsen dermed står fritt i å ilegge gebyr eller unnlate dette. Børsklagenemnden er enig i at dette er lovens og regelverkets utgangspunkt.

Børsklagenemnden antar imidlertid at det i lys av informasjonspliktens store betydning for markedet er grunn til i alminnelighet å sanksjonere konstaterte brudd på informasjonsplikten med et overtredelsesgebyr, slik at det er unntak fra dette utgangspunktet som krever særskilt begrunnelse,. Nemnden oppfatter børsstyrets henvisning til praksis som at dette også reflekterer børsstyrets tilnærming.

Det spørsmål som da gjenstår, er om det i dette tilfellet er tilstrekkelig sterke grunner til likevel ikke å ilegge overtredelsesgebyr. Selv om børsen ønsker å praktisere en konsekvent og streng praksis, med en sterk betoning av de mer allmennpreventive hensyn, må børsstyret som et ledd i sin saksbehandling foreta en konkret vurdering av om det er sterke grunner som likevel tilsier et unntak. Dette har da også børsstyret gjort i denne saken, slik protokollene fra børsstyret viser.

Det ligger imidlertid også under Børsklagenemndens mandat å prøve den skjønnsmessige siden av saken, i tilfelle klage.

En av de konkrete grunner som er anført av klager, er at overtredelsesgebyr vil være sterkt urimelig og belastende for selskapets aksjonærer og nåværende ledelse. Et overtredelsesgebyr eller en løpende mulkt vil alltid være en økonomisk belastning for et selskap og vil ramme alle aksjonærer helt uavhengig av deres rolle i det/de brudd som sanksjoneres. At uskyldige aksjonærer må lide, hører derfor med til spillets regler, og kan i alminnelighet ikke være tilstrekkelig til ikke å ilegge overtredelsesgebyr. Det samme gjelder det forhold at overtredelsesgebyr kan oppfattes som belastende for en ny ledelse.

Klager har vist til at den nye aksjonæren Altro Invest AB vil bli rammet av et overtredelsesgebyr, også i lys av at Altro Invest AB har innledet et konstruktivt samarbeid med de andre aksjonærene for å redde selskapet, samt gitt lån til selskapet på gunstige vilkår. Dette er etter Børsklagenemndens syn ikke relevant for saken.

Klager anfører videre at selskapet i dette tilfellet har ryddet kraftig opp i selskapet etter at de regelbrudd som medførte sanksjonen, fant sted, og at IGEs nåværende aksjonærer og styre har gjort alt de med rimelighet kan forventes å gjøre for å stanse de ulovligheter som tidligere styre og hovedaksjonær har gjort seg skyldige i.

Børsklagenemnden vil, i likhet med børsstyret, fremheve at det ikke er uvanlig at det skjer et skifte av styre og ledelse i etterkant av at det konstateres brudd på informasjonsplikt eller på andre viktige bestemmelser i lovgivningen. Jo mer alvorlig og omfattende overtredelser det er snakk om, jo mer naturlig og vanlig er det at det skjer større eller mindre utskifting når forholdet blir kjent i en større krets, og eventuelt også gjenstand for gransking og/eller offentlig etterforskning og sanksjonering. Dette kan derfor normalt utvilsomt ikke være nok til å unngå overtredelsesgebyr. Børsen må forholde seg til selskapet som juridisk enhet som i prinsippet er uavhengig av personene som eier, styrer eller leder det.

Dette problemkomplekset er etter hva nemnden forstår ikke ferdig etterforsket av svenske myndigheter. Det som gjør saken nokså uvanlig er imidlertid at bruddet på informasjonsplikten knytter seg til at den kontrollerende hovedaksjonær og de medlemmer denne har utpekt til styret og ledelsen, har misbrukt sin innflytelse i selskapet til "fordekte" transaksjoner med nærstående selskaper, der en svensk domstol senere har erklært den emisjonen som inngikk i transaksjonen som

ugyldig, etter saksanlegg fra minoritetsaksjonærer. Effekten synes å være at selskapets kontantbeholdning har blitt "tappet" for SEK 50 millioner. Nemnden forstår også at det fortsatt pågår etterforskning av om forholdene representerer straffbar økonomisk utroskap. Det synes ellers å være en dekkende beskrivelse at dagens eier- og ledelsessituasjon i selskapet er et resultat av at en gruppe nåværende og tidligere småaksjonærer mobiliserte mot hovedaksjonæren. Siden det nye styret tiltrådte den 2. august i år har deres arbeid etter hva som er opplyst, vært konsentrert om å redde selskapet fra konkurs. Det vil ifølge klager være et paradoks om de som faktisk klarte å stoppe den gamle hovedaksjonærs overgrep mot selskapet og tappingen av selskapet, igjen skal straffes for de ulovligheter som er begått av det tidligere styre og ledelse.

Etter Børsklagenemndens syn er dette relevante forhold som kan tilsi en lempeligere behandling av selskapet, men som må veies mot andre hensyn.

Klager reiser spørsmål ved om ikke en bedre reaksjonsform ville vært å politianmelde tidligere styre og ledelse. Dette er imidlertid ikke en aktuell reaksjon ved brudd på informasjonsplikt, som etter norsk lov kun kan sanksjoneres med overtredelsesgebyr, jf børsloven § 31 og lov om verdipapirhandel § 17-3. Dette betyr at børsens reaksjonsalternativ består i ikke å sanksjonere forholdet, eller å ilegge overtredelsesgebyr. Det hører ikke naturlig under børsens oppgave å politianmelde andre lovbrudd.

Ifølge klager bør brevene fra en IGE-aksjonær og nåværende styremedlem til Finanstilsynet 7. februar og Oslo Børs 7. mars 2013 tillegges vekt. Selv om de dreide seg om tilbudsplikt, burde brevenes innhold gi foranledning til å stille spørsmål ved informasjonshåndteringen til IGE's ledelse. Det vises også til kontakt med informasjonsdirektøren ved Oslo Børs 26. mars, da børsen besluttet midlertidig stans i handel med IGE aksjen.

Børsklagenemnden er av den oppfatning at det ved utmålingen av overtredelsesgebyr kan være grunn til å legge vekt på om selskapet selv aktivt har bidratt til å oppklare et brudd på informasjonsplikten, eksempelvis ved at selskapet straks kommer med korrekt informasjon til markedet og gjør børsen oppmerksom på egne feil. Både preventive hensyn og rimelighet taler for dette.

Børsklagenemnden har delt seg i et flertall og et mindretall når det gjelder avgjørelse av denne saken. Flertallet, bestående av Ven, Mæland og Klitzing, finner ikke å kunne legge avgjørende vekt på de hensyn som er anført av klager.

Flertallet finner ikke at brevet til Oslo Børs av 7. mars 2013 er relevant for det ilagte gebyr, da brevet for det første kom på et sent tidspunkt, ca 1 ½ måned etter at informasjonen burde vært gitt, og dessuten dreide seg om andre forhold. Man kan ikke fri seg fra informasjonsplikten ved å be børsen eller Finanstilsynet foreta undersøkelser.

Flertallet kan ha forståelse for at sanksjonen oppleves som urimelig av dem som i dag sitter i selskapets ledelse og ønsker å rydde opp, men hensynet til et velfungerende marked gjør det etter flertallets mening nødvendig å reagere når klare brudd på regelverkets informasjonsplikt kan konstateres. Bruddene her er et faktum. Kravene i verdipapirhandelloven og *Oslo Børs Løpende forpliktelser* påhviler selskapet som sådan, uavhengig av hvilke styrende krefter som dominerer selskapet til enhver tid.

Dersom man ved ileggelse og utmåling av overtredelsesgebyr skulle begynne å ta hensyn til individuelle forhold hos enkeltpersoner i styre og ledelse, ville praktiseringen av regelverket og bruk av de sanksjoner som er tilgjengelige, bli problematisk i forhold til formålet med sanksjonene.

Sanksjonene er innført for å ha effektive virkemidler mot brudd på regelverket, noe som er nødvendig for å opprettholde markedets tillit til det regulerte marked.

Når det gjelder den konkrete utmålingen viser Oslo Børs i sitt vedtak til tidligere praksis og lignende saker. Flertallet slutter seg til de momenter som her trekkes frem: den lange tiden som gikk uten informasjon til markedet, og den uriktige og svært ufullstendige informasjon som ble gitt til markedet den 29. januar, som snarere villedet enn informerte markedet om hva som var på gang. Børsklagenemndens flertall finner ikke grunn til å endre utmålingen.

Et mindretall, bestående av Bergo og Bergsåker, oppfatter saken slik at den mangelfulle og sterkt villedende informasjonen til markedet har vært en del av den tidligere hovedaksjonærens og ledelsens plan for å oppnå fordeler på bekostning av de øvrige aksjonærer i selskapet. I saker der vesentlige selskapsrettslige beskyttelsesmekanismer eller straffebestemmelser er overtrådt av en hovedaksjonær på de andre aksjonærenes bekostning, er de preventive hensyn knapt så sterke som ved de rene brudd på informasjonsplikt. Det gjør det også mindre rimelig at selskapets nåværende aksjonærer og ledelse skal belastes med et gebyr fra børsen.

Det kan være grunn til å legge en viss vekt på om de aksjonærer eller personer som har "tatt tilbake et selskap" fra hovedaksjonæren, har bidratt til å avdekke forholdene og eventuelt også gjort myndighetene oppmerksom på forholdet. Her var nåværende styremedlem og varamedlem/aksjonær aktive overfor Oslo Børs for å få børsen til å fokusere på selskapets og hovedaksjonærens forhold. Dette har etter mindretallets syn en viss relevans, selv om det kan synes som om det var aksjonærenes økonomiske interesser (bl.a. i forhold til tilbudsplikt) som sto i forgrunn. Det var flere forhold som førte til at det ble satt kritisk søkelys på hovedaksjonæren og som bidro til endringen i eierskap, styre og ledelse, som bl.a. revisors opptreden. Men også ageringen fra flere personer som i dag er aksjonærer og styrerepresentanter, har hatt betydning.

Det er opplyst at selskapet står i fare for å gå konkurs, bl.a. etter at selskapets kontantbeholdning er tappet for SEK 50 millioner av tidligere hovedaksjonær. Dette bør etter mindretallets syn tillegges ev viss vekt.

Mindretallet vil stille spørsmål ved hvor relevant de tidligere børssakene om overtredelsesgebyr og momentene i disse er, i et tilfelle som det foreliggende: Den forholdsvis lange tiden som gikk uten informasjon til markedet (i dette tilfelle fra avtalen ble inngått den 23. januar), og den uriktige og svært ufullstendige informasjon som da ble gitt til markedet (den 29. januar), som snarere villedet enn informerte markedet om hva som var på gang, er normalt viktige momenter som trekker i retning av en streng reaksjon. Men når konteksten er at en tidligere hovedaksjonær hadde iverksatt en operasjon der selskapets kassabeholdning ble tappet og aktivt villedet medaksjonærer og markedet om hva som egentlig foregikk, er det ikke naturlig å tillegge dette vekt. Slike saker vil ikke sjelden utmerke seg ved langvarig, sviktende informasjon fra selskapets side, der de eksisterende aksjonærene er blant de som i særlig grad søkes forledet. I slik sammenheng synes det ikke riktig, til skade for disse aksjonærene, å legge vekt på det tidsrom som gikk før korrekt informasjon kom ut til markedet og aksjonærer.

Etter mindretallets oppfatning er det derfor ikke tilstrekkelig grunn til å ilegge overtredelsesgebyr i denne saken.

Børsklagenemnden fattet deretter slikt

vedtak:

Oslo Børs' vedtak av 29. august 2013 stadfestes.

4.2.2 Kritikkbrev/Generell veiledning

4.2.2.1 Innfrielse av lån før forfall – offentliggjøring – DNB Bank (e-post av 16.05.2013)

Obligasjonsreglene 3.3 1(1) nr. 1 angir at det straks skal offentliggjøres melding ved «Endring i rettighetene knyttet til låntagers lån, herunder endrede vilkår eller betingelser som indirekte kan påvirke innehavernes rettsstilling, især som følge av endrede lånebetingelser eller rente.»

Oslo Børs legger til grunn at når utsteder velger å innfri lånet før forfall så kommer denne regelen til anvendelse. På denne bakgrunn tok Oslo Børs kontakt med DNB Bank ASA 7. mai etter å ha blitt kjent med innfrielsen fra Norsk Tillitsmanns brev til DNB Bank. Meldingen om innfrielsene i de to aktuelle lånene offentliggjøres først om ettermiddagen 8. mai mens brevet fra Norsk Tillitsmann er datert 2. mai. Meldingen om tidlig innfrielse er da ikke offentliggjort i markedet straks.

Oslo Børs avslutter saken med denne mailen og påpeker at DNB Bank ikke har fulgt Oslo Børs' obligasjonsregler. Ettersom dette er førstegang Oslo Børs har påpekt dette overfor DNB Bank så avsluttes saken med denne e-posten. Vi ber DNB Bank om å påse at lignende hendelser i fremtiden ikke forekommer.

4.2.2.2 For sen offentliggjøring av innkalling til ordinær generalforsamling – Statoil (brev av 27.05.2013)

Oslo Børs viser til børsmelding av 30. april 2013 fra Statoil ASA vedrørende innkalling til generalforsamling 14. mai 2013. Offentliggjøring av denne innkallingen og lagringen i den offisielle lagringsmekanismen (OAM) ble ikke gjort før 30. april, etter at selskapet hadde oppdaget feilen selv.

Oslo Børs legger til grunn, etter samtale med selskapet, at innkallingen til aksjonærene er gjort i henhold til allmennaksjeloven, altså at aksjonærene fikk tilsendt innkallingen minst tre uker før slik kravet er etter allmennaksjeloven. Løpende forpliktelser 10.3 (2), 3.6 og 5.2 krever i tillegg at meldinger til aksjonærene skal offentliggjøres, samt lagres i den offisielle lagringsmekanisme (OAM) senest samtidig med at meldingen sendes aksjonærene. Dette ble ikke gjort rettidig i forbindelse med denne innkallingen.

Selskapet har ikke oppfylt sine forpliktelser iht. ovennevnte bestemmelser og en ønsker med dette å understreke at det er selskapets ansvar at meldinger offentliggjøres og lagres rettidig. Dette for å sikre at både nye og eksisterende aksjonærer får informasjonen på samme tidspunkt og at informasjonen ligger lagret i en offisiell lagringsmekanisme. Det er allikevel formildende at selskapet selv oppdaget feilen.

Vi vil ikke forfølge saken utover dette brev, men ber om at selskapet revitaliserer sine rutiner og påser at man for fremtiden følger nevnte regelverk. Brevet vil ikke bli offentliggjort, men kan inngå i børsens årlige utgivelse «Vedtak og uttalelser».

4.2.2.3 For sen offentliggjøring av innkalling til ordinær generalforsamling – Ekornes (brev av 27.05.2013)

Oslo Børs viser til børsmeldinger av 14. mai 2013 fra Ekornes ASA vedrørende innkalling til generalforsamling 15. mai 2013. Offentliggjøring av denne innkallingen og lagringen i den offisielle lagringsmekanismen (OAM) ble ikke gjort før 14. mai, og først etter at Oslo Børs hadde gjort selskapet oppmerksom på manglende offentliggjøring. Selskapet offentliggjorde riktignok datoen for generalforsamlingen i forbindelse med at endelig årsregnskap for 2012 ble offentliggjort 21. mars.

Oslo Børs legger til grunn, etter samtale med selskapet, at innkallingen til aksjonærene er gjort i henhold til allmennaksjeloven, altså at aksjonærene fikk tilsendt innkallingen minst tre uker før slik kravet er etter allmennaksjeloven. Løpende forpliktelser 10.3 (2), 3.6 og 5.2 krever i tillegg at meldinger til aksjonærene skal offentliggjøres, samt lagres i den offisielle lagringsmekanisme (OAM) senest samtidig med at meldingen sendes aksjonærene. Dette ble ikke gjort rettidig i forbindelse med denne innkallingen. I tillegg er Oslo Børs gjort oppmerksom på at den sene offentliggjøringen har skapt problemer for utenlandske aksjonærer som eventuelt ønsket å stemme, ved at de ikke fanget opp innkallingen før den ble offentliggjort på www.newsweb.no 14. mai. Dette gjelder de aksjonærene som er forvalterregistrert i VPS, ettersom de baserer seg på informasjon fra agentbanken i Norge, som igjen oppdager innkallingen gjennom offentliggjøringen. Det er ingen aksjonærer som har klaget til Oslo Børs i denne konkrete saken, men det kan ikke utelukkes at noen er blitt skadelidende.

Selskapet har ikke oppfylt sine forpliktelser iht. ovennevnte bestemmelser og en ønsker med dette å understreke at det er selskapets ansvar at meldinger offentliggjøres og lagres rettidig. Dette for å sikre at både nye og eksisterende aksjonærer får informasjonen på samme tidspunkt og at informasjonen ligger lagret i en offisiell lagringsmekanisme. Når offentliggjøringen skjer kun 1 dag før generalforsamlingen er det en risiko for at mange aksjonærer ikke vil kunne rekke å gjøre nødvendig forberedelser eller posisjonere seg for de foreslåtte disposisjoner som det eventuelt skal stemmes over.

Vi vil ikke forfølge saken utover dette brev, men ber om at selskapet revitaliserer sine rutiner og påser at man for fremtiden følger nevnte regelverk. Brevet vil ikke bli offentliggjort, men kan inngå i børsens årlige utgivelse «Vedtak og uttalelser».

4.2.2.4 For sen offentliggjøring av innkalling til ordinær generalforsamling - Repant (brev av 28.05.2013)

Oslo Børs viser til børs melding av 27. mai 2013 fra Repant ASA vedrørende innkalling til generalforsamling 30. mai 2013. Offentliggjøring av denne innkallingen og lagringen i den offisielle lagringsmekanismen (OAM) ble ikke gjort før 27. mai, og først etter at Oslo Børs hadde gjort selskapet oppmerksom på manglende offentliggjøring.

Oslo Børs legger til grunn, etter samtale med selskapet, at innkallingen til aksjonærene er gjort i henhold til allmennaksjeloven, altså at aksjonærene fikk tilsendt innkallingen minst tre uker før slik kravet er etter allmennaksjeloven. Løpende forpliktelser 10.3 (2), 3.6 og 5.2 krever i tillegg at meldinger til aksjonærene skal offentliggjøres, samt lagres i den offisielle lagringsmekanisme (OAM) senest samtidig med at meldingen sendes aksjonærene. Dette ble ikke gjort rettidig i forbindelse med denne innkallingen. Oslo Børs opplever ved jevne mellomrom at sene offentliggjøringer skaper problemer for utenlandske aksjonærer som eventuelt ønsket å stemme, ved at de ikke fanget opp innkallingen før den ble offentliggjort på www.newsweb.no. Dette gjelder de aksjonærene som er forvalterregistrert i VPS, ettersom de baserer seg på informasjon fra agentbanken i Norge, som igjen oppdager innkallingen gjennom offentliggjøringen. Det er ingen aksjonærer som har klaget til Oslo Børs i denne konkrete saken.

Selskapet har ikke oppfylt sine forpliktelser iht. ovennevnte bestemmelser og en ønsker med dette å understreke at det er selskapets ansvar at meldinger offentliggjøres og lagres rettidig. Dette for å sikre at både nye og eksisterende aksjonærer får informasjonen på samme tidspunkt og at informasjonen ligger lagret i en offisiell lagringsmekanisme. Når offentliggjøringen skjer kun få dager før generalforsamlingen er det en risiko for at mange aksjonærer ikke vil kunne rekke å gjøre nødvendig forberedelser eller posisjonere seg for de foreslåtte disposisjoner som det eventuelt skal stemmes over.

Vi vil ikke forfølge saken utover dette brev, men ber om at selskapet revitaliserer sine rutiner og påser at man for fremtiden følger nevnte regelverk. Brevet vil ikke bli offentliggjort, men kan inngå i børsens årlige utgivelse «Vedtak og uttalelser».

4.2.2.5 Informasjonshåndtering ifm. inngåelse av kontrakt – DOF ASA (brev av 03.09.2013)

1. Bakgrunn

Det vises til korrespondanse per e-post mellom Oslo Børs ASA og DOF ASA («DOF» eller «selskapet») i perioden 19. til 27. august 2013 vedrørende informasjonshåndtering i forkant av selskapets børsmelding av 12. august kl 07:00. I nevnte børsmelding fremkom det bl.a. at *«Et joint venture eid av DOF ASA's datterselskap DOF Subsea og Technip har blitt tildelt fire kontrakter av Petroleo Brasileiro S.A. (Petrobras). Kontraktene dekker bygging av fire nye pipelay support fartøy (PLSV) og operasjoner i Brasil for installasjon av fleksible rør. Den samlede verdien av kontraktene for DOF gruppen er omtrent NOK 10 milliarder. (...)»*

Samme dag, dvs. 12. august, stod en artikkel på trykk i avisen Dagens Næringsliv («DN», side 6-7). Artikkelen innhold fremstår som presis informasjon om kontrakten, herunder er flere vesentlige vilkår for kontrakten gjengitt. Det fremkommer også av avisartikkelen at DOFs konsernsjef bekrefter avtalen overfor DN sent søndag kveld (11. august). På forespørsel fra Oslo Børs har selskapet bekreftet at DN tok kontakt med DOFs konsernsjef søndag 11. august, men at selskapet ut over dette ikke er kjent med bakgrunnen for oppslaget i avisen.

2. Drøftelse

I selskapets etterfølgende redegjørelse anføres det at prosessen som ledet frem til offentliggjøring av børsmeldingen 12. august hadde pågått i ca. to år, og at informasjon knyttet til kontraktsforhandlingene utgjorde innsideinformasjon (jf. vphl. § 3-2) fra 14. juni 2013. Selv om selskapet anså at det oppstod innsideinformasjon allerede 14. juni er det først etablert innsidelister 9. august. Av listen kan man imidlertid lese at samtlige personer oppført på listen mottok den aktuelle informasjonen 14. juni. DOF har da også opplyst at man *«skulle formelt ha etablert innsidelisten allerede 14. juni»*, men presiserer samtidig at alle på listen ble gjort oppmerksomme på at de var regnet som innsidere fra 14. juni.

2.1 Løpende informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring

Verdipapirhandelovens utgangspunkt (vphl. § 5-2 første ledd, jf. løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper pkt. 3.1.1 første ledd) er at *«Utsteder skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder»*. Vphl. § 5-3, jf. løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper pkt. 3.1.2 første ledd, åpner imidlertid for *«utsatt offentliggjøring»* [av innsideinformasjon] gitt at visse vilkår oppfylles.

Selskapet har redegjort for at det forelå legitime grunner for utsatt offentliggjøring, men opplyser samtidig at det ikke ble fattet noen formell beslutning om utsatt offentliggjøring. Dette begrunnes av DOF bl.a. med *«at selskapet ikke mente å ha opplysninger av verdi for markedet og allmennheten»*. Denne argumentasjonen finner børsen lite relevant sett i lys av at selskapet mener det forelå innsideinformasjon fom. 14. juni og at kontraktsforhandlingene var *«konfidensielle, med svært sensitiv informasjon involvert»*.

Det fremkommer videre av verdipapirforskriften § 5-1, jf. løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper pkt. 3.1.2 tredje ledd, at *«Ved utsatt offentliggjøring skal regulert marked uoppfordret og umiddelbart gis melding om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen»*. Slik underretning

ble aldri gitt til Oslo Børs, noe som må sees i lys av at det ikke ble fattet beslutning om utsatt offentliggjøring.

Hensikten med bestemmelsen er å gjøre børsen i stand til å observere den aktuelle aksjen særskilt og gripe inn ved mistanker om markedsmisbruk, jf. børsloven § 27 og børsforskriften § 19. Oslo Børs følger rutinemessig en aksjes kursutvikling der det er gitt melding om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Bruk av virkemidler som børspause og suspensjon ved tegn til lekkasjer er et av de viktigste forebyggende tiltakene børsen har. For å iverksette slike tiltak er imidlertid børsen avhengig av at det gis underhåndenmelding i de tilfellene selskaper har utsatt offentliggjøringen av innsideinformasjon. Selskapers plikt til å underrette børsen i situasjoner som dette bygger således på hensynet til investorene og tilliten til verdipapirmarkedet.

Oslo Børs er meget kritisk til at det ikke ble fattet beslutning om utsatt offentliggjøring per 14. juni, gitt at det forelå innsideinformasjon på dette tidspunkt. Det at selskapet heller ikke underrettet Oslo Børs om forholdet, fratok børsen muligheten til å utføre sine lovpålagte forpliktelser. Videre ble børsens forutsetning for å vurdere bruk av virkemidler svekket. Dette kunne ved en eventuell lekkasje hatt meget uheldige konsekvenser.

Etter en samlet vurdering av saken har Oslo Børs besluttet å avslutte denne saken uten at det ilegges sanksjon i form av overtredelsesgebyr etter børsforskriften § 31. I vurderingen er det blant annet lagt vekt på at selskapet har redegjort for at det i prosessen som ledet frem til kontrakten har vært stor grad av åpenhet fra kontraktsmotpartens side (Petrobras) rundt bl.a. inngitte tilbud, noe som også er dokumentert gjennom flere medieoppslag¹⁵⁰. Dette kan også være en medvirkende årsak til DOFs aksjekursutvikling, som kun hadde en moderat oppgang, etter at meldingen ble offentliggjort av selskapet 12. august¹⁵¹. Det understrekes likevel at selskapets informasjonshåndtering har vært kritikkverdig, og ikke er akseptabel for et børsnotert selskap. Senere og lignende brudd vil således kunne medføre sanksjon i form av illeggelse av overtredelsesgebyr.

2.2 Listeføring

Oslo Børs er av den oppfatning at innsidelisten (jf. vphl. § 3-5) skulle vært etablert fom. det tidspunkt selskapet anså at det forelå innsideinformasjon, noe som er erkjent og beklaget av selskapet. Børsen er også av den formening at innsidelisten heller ikke fullt ut oppfyller alle de formkrav som oppstilles i vphl. § 3-5 annet ledd. Videre ønsker børsen å presisere at det ved føring av innsidelister etter vphl § 3-5, knyttet til et bestemt forhold, er uten betydning hvorvidt de personer som gis tilgang til innsideinformasjon også er primærinnsidere i selskapet. Sistnevnte skal oppføres på en egen primærinnsideroversikt (jf. vphl. § 3-6 tredje ledd) uavhengig av om det foreligger innsideinformasjon.

Det er Finanstilsynet som formelt forvalter vphl. § 3-5. Børsen er forpliktet til å rapportere mulige brudd på denne bestemmelsen, og har derfor besluttet rutinemessig å oversende denne saken til Finanstilsynet.

2.3 Håndtering av lekkasje

Oslo Børs er også kritiske til selskapets håndtering av informasjonsplikten søndag 11. august da administrerende direktør ble kontaktet av Dagens Næringsliv. I vedlegg til børs sirkulær 18/2007 pkt. 4 og 14/2007 pkt. 3.7 fremgår det at Oslo Børs har antatt at utstedere kun er forpliktet til å offentliggjøre informasjonspliktige opplysninger i børsens åpningstid. Ved en eventuell formidling av slike opplysninger utenom åpningstiden gjelder plikten til «bred distribusjon» og «lagring» i samsvar med prinsippene for offentliggjøring som er klart angitt i vphl § 5-12, jf. løpende forpliktelser pkt. 5.1

¹⁵⁰ Herunder oppslag i Uppstream 19. juli og Subsea Newswire 25. juli 2013.

¹⁵¹ Aksjekursen steg med 3,0 prosent 12. august ift. sluttkurs fredag 9. august.

og 5.2. Oslo Børs sendte også ut et brev til alle de børsnoterte selskapene 21. februar 2011 vedrørende informasjonsplikten utenfor børsens åpningstid. Brevet er også gjengitt i "Vedtak og uttalelser 2011" side 105. Dette brevet var ment som en påminnelse overfor alle noterte selskaper, og stadfester de ovennevnte bestemmelser.

Selv om det ikke er DOF som er DN's opprinnelige kilde, bekrefter administrerende direktør i DOF avtalen, samt ga enkelte opplysninger om kontraktens betydning for selskapet. Til tross for at børsmelding fra selskapet blir offentliggjort før børsåpning neste morgen er dette et formelt brudd på ovennevnte bestemmelser og retningslinjer. Det at DOF hadde inngått en avtale med Technip om samtidig distribusjon av informasjonen neste morgen kan i denne sammenheng ikke tillegges avgjørende betydning. Da man ble kontaktet av DN, og forstod at det forelå en lekkasje, burde man umiddelbart sent en børsmelding. Herunder burde det eventuelt vært mulig hurtig å informere sin samarbeidspartner i avtalen om det intrufne og hvilke forpliktelser som således påhvile selskapet. Etter at børsmeldingen var offentliggjort ville selskapet stå fritt til å uttale seg til pressen.

Oslo Børs ber på denne bakgrunn selskapet om å gjennomgå sine prosedyrer for å unngå at tilsvarende situasjon oppstår i fremtiden.

Videre er det børsens syn at en journalist ikke vil være «vedkommende» (jf. vphl. § 3-4 annet ledd) til å motta innsideinformasjon, og at selskapet således har overtrådt vphl. § 3-4 første ledd i denne situasjonen. Dette fremkommer også av ovennevnte brev av 21. februar 2011. Denne bestemmelsen forvaltes av Finanstilsynet, og Oslo Børs er forpliktet til å rapportere mulige brudd på denne bestemmelsen. Denne saken vil således rutinemessig bli oversendt til Finanstilsynet.

3. Konklusjon

Oslo Børs er som beskrevet over sterkt kritisk til DOF ASAs informasjonshåndtering i denne saken. Både håndteringen av saken fra selskapets side, og de redegjørelser som i etterkant er oversendt børsen, vitner om at selskapet mangler forståelse for vesentlige bestemmelser i Verdipapirhandelloven og børsens regler. I denne sammenheng er det relevant å vise til Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper pkt. 2.3 som fastslår at Opptaksreglenes pkt. 2.3.5¹⁵² og 2.3.6¹⁵³ til enhver tid skal oppfylles.

Oslo Børs vil ikke sende pressemelding vedrørende kritikken som fremkommer i dette brev, men vil kunne gjøre dette brevet kjent i andre sammenhenger. Børsen anser saken vedrørende manglende beslutning om utsatt offentliggjøring, underretning av Oslo Børs og håndteringen av lekkasjen som ble kjent for selskapet søndag 11. august som avsluttet med dette brev. Som nevnt vil det bli oversende en rutinemessig rapport til Finanstilsynet vedrørende den mangelfulle listeføringen og for mistanken om at selskapet har overtrådt sin taushetsplikt gjennom sin kontakt med Dagens Næringsliv.

Oslo Børs legger til grunn at selskapet gjennomgår sine rutiner for informasjonshåndtering, samt foretar en kvalifisert vurdering av hvorvidt det er behov for kompetanseheving internt i selskapets styre og ledelse.

4.2.2.6 Disclosure of exercise of convertible bonds – Transeuro (brev av 01.11.2013)

Reference is made to the stock exchange announcement of 3 October 2013 regarding "Convertible Bond Conversion". Reference is also made to the correspondence with Transeuro Energy Corp.

¹⁵² Selskapet skal ha tilstrekkelig kompetanse til å tilfredsstille kravene til korrekt informasjonsgivning og håndtering.

¹⁵³ Alle styremedlemmer skal ha tilfredsstillende kompetanse om reglene som gjelder for selskaper notert på Oslo Børs.

The company issued new shares on 30 August after an investor requested conversion from the bond loan for MNOK 3. Shares were again issued on 20 September after another request from the investor for MNOK 10. The company then issued an announcement as described above. The main reason for the company not to issue an announcement immediately after the issuance of new shares was due to discussions with legal advisors in Canada. The first amount of shares was determined immaterial and no filing was needed under rules of the TSX Venture Exchange. However after the second conversion a news release was submitted due to a larger issuance of new shares.

The Continuing Obligations section 13.4.4 (2) states that issuance of new shares must be made public immediately after the shares are issued and registered legally under national legislation. The rule does not have any exemptions for small changes in the number of shares. However there is a possibility for Oslo Børs to exempt from the rule but this can only be granted upon an application ahead of such issuances and only in special circumstances. In this case it is not likely that such an exemption would have been given.

The number of outstanding shares is used for many purposes such as disclosures of large shareholdings; voluntary and mandatory bids and the Exchange's indices. Therefore the updated number of issued shares is important for market participants as well as for the exchange.

The company has therefore breached the Continuing Obligations section 13.4.4 (2). We note that the company has already been alerted to a similar situation on 23 March 2011 with a mail from the Exchange where the company was criticized for not announcing a capital increase. Since this is a repeated breach of the same rule Oslo Børs has considered if a more formal sanction should be applied. However after a thorough assessment of the matter we will close the matter with this letter.

This letter will not be made public but can be used towards other market participants as guidance to understanding the rules.

4.3 Fortsatt notering ved vesentlige endringer

4.3.1 Fortsatt notering - Bergen Group (e-poster av 17.08. og 20.08.2013)

E-post til Oslo Børs 17.08.2013:

Vi viser til korrespondanse vedrørende ovennevnte, sist e-post 23. juli 2013 hvor Bergen Group ASA ("Bergen Group" eller "Selskapet") fikk fristutsettelse til 15. august for å inngi eventuell redegjørelse for fortsatt notering. Som indikert i vår e-post av 22. juli, er Selskapet usikker på om transaksjonen utløser en vurdering om fortsatt notering etter løpende forpliktelser pkt. 12.3. Vi har nå foretatt en nærmere gjennomgåelse av dette, og mener at den aktuelle transaksjon ikke omfattes av kravene.

For omtale av transaksjonen vises til børsmelding 19. juli 2013 og utvidet melding av 24. juli 2013, samt vår søknad om fritak fra plikten til å utarbeide informasjonsdokument av 1. august 2013.

Etter løpende forpliktelser pkt. 12.3 utløses en vurdering om fortsatt notering når et selskap inngår avtale om en transaksjon som vil medført en endring på mer enn 50 % målt mot kriteriene nevnt i pkt. 3.5.1, driftsinntekter, totalbalanse eller årsresultat. I tråd med merknadene til pkt. 3.5.1 skal vurderingen i utgangspunktet skje ut fra tallene i selskapets siste offentliggjorte årsregnskap. Dersom noen av kriteriene "gir et avvikende resultat" kan andre indikatorer benyttes.

Basert på 2012-regnskapene, ville et salg av skipsbyggingsvirksomheten medført følgende endringer: Driftsinntekter 32,6 %, totalbalanse 42,7 %, årsresultat 94,0 %. Ift tallene for driftsinntekter påpekes som nevnt i vår e-post av 1. august 2013 at pågående byggeprosjekter ikke er omfattet av

transaksjonen, jf. nærmere nedenfor. Det sentrale poenget i denne sammenheng er imidlertid at transaksjonen kun overstiger 50 % av terskelverdiene for kriteriet årsresultat, som etter vår vurdering ikke er et representativt målekriterium. Dette viser kun at Bergen Groups konsoliderte underskudd i det alt vesentligste skriver seg fra skipsbyggingsvirksomheten som har hatt et par prosjekter med store kostnadsoverskridelser, mens virksomheten for øvrig hadde et begrenset underskudd. Kriteriet er således ikke egnet for å måle størrelsen av den gjenværende del av konsernet mot skipsbyggingsvirksomheten.

For årsregnskapet 2011 ville ingen av målekriteriene gitt utslag på over 50 %.

For første kvartal 2013 er det på tilsvarende måte årsresultatet som gir sterkt utslag (92,3 %). I dette kvartalet, etter salget av Bergen Group Rosenberg, gjør transaksjonen heller ikke utslag over 50 % på totalbalansen, men så vidt over på driftsinntekter (50,7 %). Ved vurderingen av driftsinntektene må det imidlertid sees hen til at pågående prosjekter som den aktuelle virksomheten har, ikke skal overføres. Transaksjonen vil således ikke få noen umiddelbar effekt på Selskapets konsoliderte driftsinntekter – men en gradvis reduksjon etter hvert som pågående prosjekter utføres og ferdigstilles. Måling av disse driftsinntektene mot konsernets øvrige inntekter i samme periode kan dermed gi et misvisende bilde av transaksjonens størrelse. Fremtidige skipsbyggingsprosjekter (i regi av det nye selskapet Bergen Group Development AS) antas også å generere lavere inntekter som følge av omorganisering av virksomheten etter transaksjonen. Øvrige deler av konsernets virksomhet, primært knyttet til offshoresatsing inn mot riggmarkedet, vil derimot antas å øke sin inntjening. Det siste er først og fremst knyttet til riggvedlikehold, klassinger (SPS, Special Periodic Surveys), riggmodifikasjoner og levetidsforlengelsesprosjekter på flytende installasjoner. Bergen Group er samtidig i ferd med å posisjonere seg for et omfattende arbeid knyttet til utfasing, demontering og gjenvinning av utfasede riggkonstruksjoner. Konsernet har så langt i 2013 registrert en meget sterk aktivitetsøkning innen sitt Offshoresegment som en konsekvens av denne satsingen, og for 1. halvår 2013 har konsernets riggaktiviteter alene en omsetning på nærmere NOK 500 millioner kroner. Prognosene og markedsutsiktene indikerer forventninger om en meget sterk omsetningsvekst de kommende årene. Basert på foreløpige (ikke offentliggjorte) tall for 2. kvartal 2013 ville transaksjonen ikke medført utslag over 50 % på kriteriet for driftsinntekter.

I tillegg kommer som nevnt i vår e-post av 1. august 2013 at Bergen Group i utgangspunktet skal beholde en eierandel i Bergen Group Development AS på 49 %, og således at utslagene på størrelsesindikatorerne generelt er større enn transaksjonens faktiske betydning skulle tilsi.

Uansett er det basert på ovennevnte kun utslagene på årsresultatet som eventuelt skulle begrunne et krav om redegjørelse for fortsatt notering. Som angitt over, mener vi at dette kriteriet er uegnet til å måle transaksjonens relative størrelse.

Vi anmoder på denne bakgrunn om samtykke til at Bergen Group ikke trenger å sende inn redegjørelse for fortsatt notering.

Skulle børsen ha spørsmål, er det naturligvis bare å ta kontakt.

E-post fra Oslo Børs 20.08.2013:

I følge pkt. 12.3 i Løpende Forpliktelse skal selskaper som endrer karakter, avviker vesentlige deler av virksomheten eller inngår avtale om transaksjon som innebærer en endring på mer enn 50 % målt mot visse kriterier, sende en orientering til børsen der det kort redegjøres for om selskapet etter transaksjonen oppfyller vilkårene for opptak til børsnotering.

Ut fra opplysningene i din e-post nedenfor utløser salget av skipsbyggingsvirksomheten krav om innsendelse av en redegjørelse for fortsatt notering. I din e-post argumenteres det for at de angitte

kriteriene i denne konkrete saken er uegnet til å måle transaksjonens størrelse sammenlignet med den gjenværende delen av konsernet.

Oslo Børs har ingen etablert praksis for å dispensere fra kravet om redegjørelse for fortsatt notering, og ønsker heller ikke å innføre dette som ny praksis. Vår forståelse er at salget av skipsbyggingsvirksomheten utgjør en vesentlig endring i virksomheten til Bergen Group, og vi kan derfor dessverre ikke imøtekomme anmodningen om samtykke til at Bergen Group ikke trenger å sende inn redegjørelse for fortsatt notering.

4.3.2 Søknad og vedtak om fortsatt notering for Copeinca (brev av 28.08 og e-post av 29.08.2013)

Brev til Oslo Børs 28.08.2013:

Reference is made to the meeting between Oslo Børs, SEB and BA-HR on 26 August 2013, where the prospects of a continued listing of Copeinca ASA after settlement of the current voluntary offer (the "Voluntary Offer") by China Fishery Group Limited ("CFGL") via its wholly owned subsidiary Grand Success Investment (Singapore) Private Limited (the "Offeror", and together with CFGL, "CFG") was discussed.

As explained in the meeting, CFG intends to complete the Voluntary Offer by Friday, 30 August 2013. Based on number of acceptances received and CFG's already existing ownership in Copeinca, CFG stands to hold approximately 99.1% of Copeinca's shares after completion of the Voluntary Offer. Following completion of the Voluntary Offer, CFG intends to launch a mandatory offer for the remaining Copeinca shares. After completion of the mandatory offer, CFG will own between 99.1% and 100% of Copeinca.

In the offer document for the Voluntary Offer, CFG has stated that it intends to maintain the listing status of Copeinca on Oslo Børs, and that a reduction of shareholding to maintain the listing status could be an alternative. Due to the high level of acceptances in the Voluntary Offer and the relatively high offer price paid by CFG, a sale of shares by CFG to decrease its ownership to a level that is sufficient to achieve a spread in Copeinca's shareholder base that meets the Oslo Børs listing requirements is not considered possible in the short term on commercially acceptable terms. CFG does however want to retain the current listing of Copeinca on Oslo Børs in anticipation of a planned restructuring and subsequent public offering of shares in Copeinca or placing out shares to achieve the ownership spread requirement within the next 12 month period. Specifically, CFG is considering a plan to integrate its current Peruvian fishing operations into Copeinca. CFG's current Peruvian fishing operations are well operated, and would be a very good match with Copeinca's current business. The size of CFG's Peruvian fishing operations is approximately 60% of the size of Copeinca's current business.

Retaining listing status implies that Copeinca will not meet the listing requirements as regards ownership spread in this interim period. Copeinca will however continue to meet the other listing requirements and other obligations as a listed company during this period. CFG also acknowledges that the planned integration of its current Peruvian fishing operations with Copeinca will be subject to Oslo Børs review as regards suitability for listing, and also the special disclosure requirements under the listing rules for significant transactions.

If permission is granted, subject to results of studies CFG intends to restructure Copeinca by combining its Peruvian business with CFG's own Peruvian business and thereafter "re-launch" the combined company on Oslo Børs pursuant to a public offer or placement which will ensure sufficient

spread for listing purposes. CFG believes that a grace period of minimum 12 months is needed in order to study and complete such a restructuring and public offer.

Based on the above, on behalf of CFG we hereby apply to Oslo Børs for a "grace period" until 1 October 2014 during which Copeinca is allowed to maintain its listing status despite CFG's ownership percentage and lack of meeting the spread requirement under the listing rules. Due to the risk of additional acceptances in the mandatory offer and/or compulsory acquisition of shares from minority shareholders, the grace period should apply even if CFG were to become 100% owner of Copeinca prior to or during the grace period.

Due to the fast approaching completion of the Voluntary Offer, we kindly request Oslo Børs to consider this application and revert with its decision as soon as possible.

E-post fra Oslo Børs 29.08.2013:

We refer to your letter of 28 August regarding continued listing of Copeinca ASA after takeover by China Fishery Group.

According to the application, it is expected that Copeinca ASA will not meet the listing requirements as regards ownership spread for a period of up to 13 months. China Fishery Group intends to restructure Copeinca by combining its Peruvian business with the Peruvian business already owned by China Fishery Group, and thereafter to "re-launch" the combined company on Oslo Børs pursuant to a public offer or placement which will ensure sufficient spread for listing purposes. According to the application, a grace period of minimum 12 months will be needed in order to study and complete such a restructuring and public offer. Copeinca will continue to meet the other listing requirements and other obligations as a listed company during this period. It is understood that a possible integration with the Peruvian fishing operations already owned by China Fishery Group will be subject to Oslo Børs' review as regards suitability for listing, and also the special disclosure requirements under the listing rules for significant transactions.

Oslo Børs has decided to grant Copeinca ASA a grace period until 1 October 2014 as requested. Please note that the grace period only relates to Oslo Børs' requirements regarding spread of share ownership. In case other listing requirements or continuing obligations are not satisfied, Oslo Børs may have to reconsider this decision.

4.3.3 Fortsatt børsnotering ved vesentlig endring (oppkjøp) - Aqualis ASA (vedtak av 20.12.2013)

1. Innledning

Aqualis ASA (daværende Clavis Pharma ASA) («Selskapet») sendte 4. september 2013 børs melding om oppkjøp av Aqualis Offshore Ltd. Transaksjonen utgjorde en så vesentlig endring i selskapet at det ble gjennomført en vurdering med hensyn til hvorvidt selskapet måtte strykes fra børsnotering.

2. Bakgrunn

Selskapet var opprinnelig et legemiddelfirma som forsøkte å utvikle en vaksine mot kreft. Betydelige midler ble skutt inn i forskningen, men testresultater i november 2012 og april 2013 viste at de utviklede medisinene ikke gav noen meningsfull forskjell i overlevelsesrate for forsøkspersonene. Som et resultat av dette ble all videre utvikling av medisinene stoppet.

Selskapet sitter fortsatt på rettigheter og patenter knyttet til legemiddelutvikling, hvis potensial de ønsker å vurdere fortløpende og kontinuerlig. Basert på de negative testresultatene for kreftmedisinutviklingen ble det besluttet å utrede alternative strategiske muligheter for videreutviklingen av selskapet i tillegg til de latente mulighetene i forhold til eksisterende patenter (legemiddelvirksomheten beholdes som et eget forretningsområde, men all vesentlig drift vil være i det nye forretningsområdet som omtalt under).

4. november 2013 annonserte selskapet at de har inngått en avtale om kjøp av Aqualis Offshore Ltd for MNOK 70 med betaling i form av aksjer i Selskapet verdsatt til NOK 1,60 per aksje. Samtidig annonserte Selskapet at de skulle gjøre en fortrinnsrettsemisjon på MNOK 54 for å styrke balansen.

Selskapet var før annonsering av oppkjøp og emisjon verdsatt til ca MNOK 50, og avtalen om kjøp av Aqualis Offshore utløste således krav iht. løpende forpliktelser om redegjørelse til Oslo Børs for fortsatt notering. Endelig avtale om kjøp av Aqualis Offshore ble inngått 27. september og Oslo Børs mottok redegjørelse for fortsatt notering 3. oktober. Basert på redegjørelsen ble selskapet bedt om å utarbeide et dokument som innholdsmessig tilfredsstillte kravene til børsøknad. Slik redegjørelse ble mottatt 21. oktober.

3. Rettslig utgangspunkt

Det følger av børsens løpende forpliktelser pkt. 12.1 første, tredje og fjerde ledd:

(1) «Dersom selskapet deltar i fusjon, skal selskapet senest fem børsdager etter at fusjonsplan er undertegnet sende en orientering til børsen der det kort redegjøres for om det fusjonerte selskapet etter fusjonen oppfyller vilkårene for opptak til børsnotering. Det skal angis om noteringen ønskes videreført. Dersom noteringen ikke ønskes videreført, skal det videre redegjøres for hvordan hensynet til aksjeeiernes interesse i fortsatt notering er ivarettatt ved en eventuell strykning fra notering.»

(3) «Senest 15 børsdager etter at børsen har mottatt orientering etter første ledd, kan børsen pålegge selskapet å sende inn et dokument som innholdsmessig tilfredsstillte kravene til børsøknad, jf. opptaksreglene punkt 3.4. I særlige tilfelle kan børsen fastsette at også andre deler av opptaksprosessen nevnt i opptaksreglene pkt. 3 og 5 skal følges.»

(4) «Aksjene i det fusjonerte selskapet skal være børsnotert med mindre børsen vedtar å stryke aksjene etter reglene i pkt. 15.1.»

Videre følger av børsens løpende forpliktelser pkt. 12.3:

«Dersom selskapet på andre måter enn nevnt i pkt. 12.1 og 12.2 endrer karakter, avvikler vesentlige deler av virksomheten eller inngår avtale om transaksjon som innebærer en endring på mer enn 50 prosent målt mot kriteriene nevnt i pkt. 3.5.1, gjelder pkt. 12.1 og 12.2 tilsvarende. Fristen nevnt i pkt. 12.1. første ledd, første punktum regnes fra tidspunkt for inngåelse av avtale.»

4. Børsens vurdering

Den første vurderingen knytter seg til hvilket tidspunkt som ble lagt til grunn for når fristene for utvidet børsmelding, redegjørelse for fortsatt notering og informasjonsdokument begynte å løpe.

Det følger av kommentarene til løpende forpliktelser pkt. 3.5.4 at «Hvorvidt en avtale er benevnt "intensjonsavtale" e.l. er ikke avgjørende for vurderingen. Spørsmålet er om inngåelsen av den aktuelle avtale medfører en binding mellom partene som angitt over.»

Børsen la ovennevnte til grunn i sin vurdering og vurderte det dithen at inngåelsen av intensjonsavtalen som informert om i børsmelding av 4. september 2013 var å anse som bindende avtale og at fristene for nevnte dokumenter og redegjørelser således begynte å løpe på dette tidspunktet.

Selskapet vurderte dette som følger:

«Etter selskapets oppfatning oppstår forpliktelsen til å sende utvidet melding på det tidspunktet avtale er inngått. Avtalen det vises til i løpende forpliktelser må være en endelig avtale som innebærer en endring som nevnt i løpende forpliktelser punkt 3.4.1. Det er ikke avgjørende hvorvidt avtalen betegner seg selv som en intensjonsavtale eller lignende, det avgjørende er om det etter alminnelige avtalerettslige prinsipper er inngått bindende avtale om det forhold som utløser krav til utvidet melding.

Selskapet er av den oppfatning at en bindende avtale for kjøp av Aqualis ikke er inngått. Det signerte LOI er en intensjonsavtale i egentlig forstand. Det fremgår eksplisitt i denne at ingen av partene er bundet til å inngå avtalen. Avtalen gir Clavis en rett til å forhandle videre med selger på en eksklusiv basis. Partene er også enige om en tentativ kjøpesum, som skal gjelde for det tilfelle at partene blir enige om en endelig avtale og det ikke fremkommer funn i due diligence som gir grunnlag for andre vilkår. Det fremgår videre eksplisitt av LOI at dersom partene ikke blir enige om endelige avtalevilkår innen utløpet av eksklusivitetsperioden, opphører LOI automatisk, og kun regler om konfidensialitet, kostnader og lovvalg gjelder videre.

Det er forøvrig flere forhold som gjøre et det ikke var aktuelt for Clavis, eller motparten, å inngå en endelig avtale på tidspunktet for LOI:

- Det hadde på dette tidspunktet ikke vært noe dialog mellom Clavis og de 2 største aksjonærene i selskapet, Kritianro AS og Braganza AS, rundt et slikt mulig oppkjøp
- Minoritetseierne (49%) i Aqualis, som i hovedsak består av ledelsen og andre ansatte, var kun informert kort tid før signering av LOI
- Det skal forhandles om bindingsavtaler på oppgjørsaksjene, med lang varighet, noe som er en forutsetning for en endelig gjennomføring av transaksjonen
- Det var behov for ytterligere operasjonell gjennomgang (due diligence), i tillegg til den normale juridiske og finansielle due diligencen»

Børsen fikk i tillegg til dette oversendt intensjonsavtalen. Basert på innholdet i intensjonsavtalen endret Oslo Børs sin vurdering og konkluderte med at avtalen var en intensjonsavtale i egentlig forstand. Børsen mener dog Selskapet har gått noe langt i å antyde at avtalen var endelig – eller i det minste bindende – i børsmelding sendt 4. september 2013.

Den andre vurderingen knytter seg til hvorvidt transaksjonen i realiteten innebærer en ny notering av virksomhet som ellers ikke tilfredsstillende opptaksvilkårene.

Iht. løpende forpliktelser skal et selskap som har gjennomgått transaksjon som nevnt over være børsnotert med mindre børsen vedtar å stryke aksjene etter reglene om strykning.

Videre følger det av kommentarene til løpende forpliktelser at..

..materielt sett er utgangspunktet at børsnotert selskap som deltar i fusjonen (i dette tilfellet transaksjonen) beholder børsnoteringen med mindre opptaksvilkårene ikke er oppfylt etter transaksjonen. Opptaksvilkårene gjelder fullt ut i slike tilfeller, med unntak (for selskaper notert på Oslo Børs) av det særskilte kravet til minstepris i opptaksreglene pkt. 2.4.6.

I tilfelle selskapet ikke tilfredsstillende opptakskravene, vil børsen vurdere å stryke selskapet fra notering.

Etableringen av Oslo Axess som et alternativt regulert noteringsprodukt gjør at hensynene mot å stryke selskaper notert på Oslo Børs ikke er like sterke som tidligere. På den annen side bør praktiseringen av regelverket ikke på en urimelig måte vanskeliggjøre gjennomføring av strukturendringer i børsnoterte selskaper. Eksempelvis er det som utgangspunkt ikke naturlig at et selskap som før fusjonen (transaksjonen) ikke tilfredsstillende opptakskravene mht. aksjeeiere skal strykes etter å ha innfusjonert et selskap innen samme bransje uten å nå aksjeeierkravet.

Innebærer en slik fusjon (transaksjon) i realiteten en ny notering av virksomhet som ellers ikke tilfredsstillende opptaksvilkårene, vil selskapet derimot måtte strykes fra børsnotering og evt. henvises til en notering på Oslo Axess.

Dersom selskap notert på Oslo Børs prinsipalt eller subsidiært ønsker en videreføring av noteringen på Oslo Axess, må dette angis (Aqualis ASA har ettertrykkelig uttalt at de ikke ønsker dette). Dette anses i tilfelle som en (prinsipal eller subsidiær) søknad om notering på Oslo Axess, som innebærer at noteringen kan overføres dit uten at børsen trenger å fatte vedtak om strykning fra notering på Oslo Børs, og uten at ordinær opptaksprosess på Oslo Axess må gjennomføres.

Videreføring av notering eller strykning vil normalt kunne avgjøres administrativt. Det samme gjelder overføring fra Oslo Børs til Oslo Axess etter søknad fra selskapet, jf. axessreglenes opptaksvilkår pkt. 2.7 sjette ledd.

Bakgrunnen for at denne saken ble særskilt vurdert at transaksjonen i realiteten innebærer en ny notering av virksomhet som ellers ikke tilfredsstillende opptaksvilkårene, jf. understreket tekst i kommentar til løpende forpliktelser over.

Selskapet ble iht. løpende forpliktelser 12.1 tredje ledd pålagt å utarbeide et dokument som innholdsmessig tilfredsstillende kravene til børsøknad. Selskapet ble i tillegg pålagt å gjennomføre finansiell og juridisk due diligence.

Følgende opptakskrav ble ansett ikke å være oppfylt etter oppkjøp og emisjon som nevnt:

- Markedsverdi (estimert markedsverdi etter emisjoner og oppkjøp er MNOK 252)
- Tre års eksistens (gjelder ny, hoveddel av virksomheten)
- Tre års historikk (gjelder ny, hoveddel av virksomheten)

Det ble i børsens vurdering blant annet lagt vekt på at selskapet har en stor aksjonærbase og at selskapet gjennom transaksjonen har økt markedsverdien vesentlig, samtidig som det antas også å ha økt soliditeten. Due diligence-undersøkelsene ledet heller ikke til forhold som var av vesentlig negativ betydning med hensyn til videre notering av Selskapet aksjer.

5. Vedtak:

Administrasjonen ved Oslo Børs har i denne sammenheng truffet følgende vedtak:

Administrasjonen ved Oslo Børs har vedtatt at aksjene i Aqualis ASA ikke skal strykes fra notering på Oslo Børs etter etablering av nytt virksomhetsområde.

5 OVERTAKELSESTILBUD

5.1 Kontrollerte tilbud 2013

Selskap	Tilbyder	Pliktig/ frivillig tilbud	Dato godkjent
Morpol ASA	Marine Harvest	Pliktig tilbud	14.01.2013
Dockwise Ltd	Boskalis	Pliktig tilbud	08.02.2013
Norway Pelagic ASA	Austevoll Seafood	Pliktig tilbud	05.03.2013
Copeinca ASA	Grand Success	Frivillig tilbud	13.03.2013
Rieber & Søn ASA	Orkla	Pliktig tilbud	26.04.2013
Copeinca ASA	Cermaq	Frivillig tilbud	29.04.2013
Cermaq ASA	Marine Harvest	Frivillig tilbud	05.06.2013
Fred Olsen Production	Yinson Production Limited)	Frivillig tilbud	04.07.2013
Discovery *	Hercules	Pliktig tilbud	11.07.2013
Copeinca ASA	Grand Success	Frivillig tilbud	16.07.2013
NetConnect	Teki Solutions AS	Pliktig tilbud	01.08.2013
Sevan Drilling	Seadrill	Pliktig tilbud	24.07.2013
Infratek	Triton	Pliktig tilbud	09.08.2013
Belships ASA	Sonata	Pliktig tilbud	19.08.2013
Blom ASA	Merckx AS	Pliktig tilbud	18.09.2013
Camposol *	Dyer Coriat)	Pliktig tilbud	24.09.2013
Bridge Energy ASA	Spike Exploration Holding AS	Frivillig tilbud	03.10.2013
Comrod Communication ASA	Habu Holding AS	Pliktig tilbud	09.10.2013
Veripos	Haxagon	Frivillig tilbud	18.10.2013
Veripos	Siem/Topcon	Frivillig tilbud etter reglene om pliktige tilbud	26.11.2013
REM Offshore ASA	Remy	Pliktig tilbud	18.12.2013
Songa Offshore SE *	Perestroika	Pliktig tilbud	19.12.2013
Veripos	Hexagon	Frivillig tilbud etter reglene om pliktige tilbud	23.12.2013

* Tilbud med delt jurisdiksjon (Discovery – Luxembourg, Songa Offshore – Kypros, Camposol – Kypros)

5.2 ESMA

5.2.1 ESMA: Publication of public statement and covernote on shareholder cooperation and acting in concert (12.11.2013)

COVER NOTE

Public statement containing information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive (ESMA/2013/1642)

In accordance with its mandate to take appropriate action in the context of takeover bids as per Article 1.3 of Regulation (EU) 1095/2010 (“ESMA Regulation”), ESMA is releasing a public statement on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive (Directive 2004/25/EC).

This statement has been prepared following the review and report by the European Commission on the application of the Takeover Bids Directive and is based on information collected about the practices and application of that Directive.

The statement has been prepared in order to help shareholders identify activities in relation to which they can cooperate (insofar as those activities are available to them under national company law), without that cooperation, in and of itself, leading to a conclusion that the shareholders are acting in concert and thus being at risk of having to make a mandatory bid under the Takeover Bids Directive. These activities are presented in the statement in the form of a “White List”.

The statement has been prepared by the Takeover Bids Network, a permanent working group operating under the auspices of ESMA that promotes exchange of information on practices and application of the Takeover Bids Directive across the European Economic Area, thereby strengthening a common supervisory culture. The Takeover Bids Network is a specialist group composed of the national competent authorities appointed under the Takeover Bids Directive.

The competent authorities represented on the ESMA Board of Supervisors are not in all cases appointed as competent authorities within the Takeover Bids Directive. The authorities not represented on the Board of Supervisors but competent within the area of takeovers are the Austrian Takeover Commission, the Irish Takeover Panel, the Oslo Stock Exchange of Norway, the Takeover Panel of Sweden and the Takeover Panel of the United Kingdom. These five authorities have contributed to the public statement and will have regard to it in the same manner as the other members of the Takeover Bids Network when assessing whether shareholders are acting in concert under their national takeover rules.

PUBLIC STATEMENT

Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive

1. Introduction
 - 1.1 In its report¹⁵⁴ (the “Report”) to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the application of Directive 2004/25/EC on Takeover Bids (the “TBD”), the European Commission (the “Commission”) suggested that clarification of the concept of “acting in concert” at EU level would help to lessen uncertainty for international investors who wish to cooperate with each other on corporate governance issues but who feel inhibited from doing so for fear that they might risk having to make a mandatory bid.
 - 1.2 The Commission emphasised in the Report, however, that the suggested clarification should not limit the ability of national competent authorities¹⁵⁵ to oblige control-seeking concert parties to accept the legal consequences of their concerted action.
 - 1.3 The Commission commented further on this matter in its Action Plan on European company law and corporate governance¹⁵⁶, where it stated that “Effective, sustainable shareholder engagement is one of the cornerstones of listed companies’ corporate governance model”. It continued by saying that if the suggested clarification were not provided, “shareholders may

¹⁵⁴ COM(2012)347.

¹⁵⁵ National competent authorities appointed under Article 4(1) of the TBD and having responsibility for the regulation of takeover bids.

¹⁵⁶ COM(2012)740/2.

avoid cooperation, which in turn could undermine the potential for long-term engaged share ownership under which shareholders effectively hold the board accountable for its actions”.

- 1.4 This public statement has been prepared for investors in response to the Commission’s suggestion on the basis of information collected by the members of the Takeover Bids Network (the “TBN”) about national practices and application of the TBD. The public statement represents the collective view of the members of the TBN, who stand behind it. The TBN operates under the auspices of ESMA and its members are the national competent authorities appointed under the TBD.
- 1.5 Following consideration of the information collected, a “White List” of activities, in which shareholders may wish to engage in order to exercise good corporate governance over the companies in which they have invested, has been identified. If shareholders cooperate to engage in any activity on the White List, insofar as that activity is available to them under national company law, that cooperation, *in and of itself*, will not lead to those shareholders being regarded as persons acting in concert and thus being at risk of having to make a mandatory bid.
- 1.6 However, individual cases of cooperation between shareholders and the consequences of such cooperation must be determined on their own particular facts. National competent authorities will have regard to the White List when determining whether shareholders are persons acting in concert under national takeover rules but will also take into account all other relevant factors in making their decisions.
- 1.7 The public statement emphasises the importance of early consultation with national competent authorities by parties concerned, in accordance with national procedures, where there is any uncertainty. See Appendix A for contact details.
- 1.8 This public statement does not address disclosure obligations.
- 1.9 ESMA will keep the public statement under review in order, as far as possible, to ensure that it continues to reflect accurately the practices and application of the TBD in the Member States.
2. Relevant provisions of the TBD
- 2.1 Article 2.1(d) of the TBD defines “*persons acting in concert*” as follows:

“persons acting in concert’ shall mean natural or legal persons who cooperate with the offeror or the offeree company on the basis of an agreement, either express or tacit, either oral or written, aimed either at acquiring control of the offeree company or of frustrating the successful outcome of a bid”.

Article 5.1, the “mandatory bid rule”, provides as follows:

“Where a natural or legal person, as a result of his/her own acquisition or the acquisition by persons acting in concert with him/her, holds securities of a company as referred to in Article 1(1) which, added to any existing holdings of those securities of his/hers and the holdings of those securities of persons acting in concert with him/her, directly or indirectly give him/her a specified percentage of voting rights in that company, giving him/her control of that company, Member States shall ensure that such a person is required to make a bid as a means of protecting the minority shareholders of that company. Such a bid shall be

addressed at the earliest opportunity to all the holders of those securities for all their holdings at the equitable price as defined in paragraph 4.”

- 2.2 The information collected about the application of these two provisions has shown that in some Member States, when shareholders come together to act in concert in relation to a particular company in circumstances where, independently, they have already acquired securities in that company which, in total, carry the specified percentage of voting rights that confers “control” under national takeover rules¹⁵⁷, they will be required to make a bid to all other shareholders (a “mandatory bid”). In other Member States, no mandatory bid obligation will arise initially when shareholders come together to act in concert in such circumstances but such an obligation may be triggered by acquisitions of securities carrying voting rights in the company by any of the shareholders regarded as persons acting in concert. Some Member States, owing to a lack of relevant experience have not yet settled the consequences for shareholders who come together to act in concert in the circumstances described above. Further information is provided in Appendix B2.
- 2.3 Where the securities held by a group of shareholders carry voting rights, which in total are below the national threshold for “control”, there are no immediate bid consequences for those shareholders, even if they are regarded as persons acting in concert. A mandatory bid may be required subsequently if one or more of those shareholders acquires more securities carrying voting rights so that in total the securities held by the group carry the specified percentage of voting rights that confers “control” under national takeover rules.
3. Shareholder cooperation and acting in concert
- 3.1 ESMA recognises that shareholders may wish to cooperate in a variety of ways and in relation to a variety of issues for the purpose of exercising good corporate governance but without seeking to acquire or exercise control¹⁵⁸ over the companies in which they have invested. Cooperation might consist of discussing together issues that could be raised with the board, making representations to the board on those issues, or tabling or voting together on a particular resolution. The issues on which shareholders might cooperate could include: commercial matters (such as particular acquisitions or disposals, dividend policy, or financial structuring); matters relating to the management of the company (such as board composition or directors’ remuneration); or matters relating to corporate social responsibility (such as environmental policy or compliance with recognised standards or codes of conduct).
- 3.2 National competent authorities agree that national takeover rules should not be applied in such a way as to inhibit such cooperation. Therefore, a “White List” of certain activities in which shareholders might wish to engage for the purposes of exercising good corporate governance (but without seeking to acquire or exercise control over the company) has been identified, based on existing laws, regulations and practices in the Member States. When shareholders cooperate to engage in any activity included on the White List, insofar as that activity is available to them under national company law, that cooperation, in and of itself, will not lead to a conclusion that the shareholders are acting in concert, and thus to a risk of those shareholders having to make a mandatory bid.
- 3.3 However, national competent authorities, when determining whether cooperating

¹⁵⁷ See Appendix B1 for details of “control thresholds” in each Member State.

¹⁵⁸ References in this document to shareholders cooperating to “acquire or exercise control” over a company will, *mutatis mutandis*, include, in certain Member States, shareholders cooperating to acquire and/or exercise voting rights in order to implement a common policy or strategy in relation to a company or in order to exercise a dominant influence over it. See Appendix C.

shareholders are acting in concert, decide each case on the basis of its own particular facts. If there are facts, in addition to the fact of the shareholders' engagement in any activity on the White List on a particular occasion, which indicate that the shareholders should be regarded as persons acting in concert, then the national competent authority will take those facts into account in making its determination. There might, for example, be facts about the relationship between the shareholders, their objectives, their actions or the results of their actions, which suggest that their cooperation in relation to an activity on the White List is not merely an expression of a common approach on the particular matter concerned but one element of a broader agreement or understanding to acquire or exercise control over the company.

- 3.4 On such a basis, where shareholders engaging in an activity on the White List are in fact cooperating with the aim of acquiring or exercising control over the company, or, in fact, have acquired or are exercising control, those shareholders will be regarded as persons acting in concert and may have to make a mandatory bid.

4. The "White List" of activities

Whenever there is any uncertainty about proposed shareholder cooperation, including, in particular, when the proposed cooperation relates to voting on a resolution which is not included in the list in paragraph 4.1(d), parties concerned are encouraged to consult the relevant national competent authority for guidance as early as possible. Guidance will be provided within the framework of national laws, regulations and practices. Relevant contact details are provided in Appendix A.

- 4.1 When shareholders cooperate to engage in any of the activities listed below, that cooperation will not, in and of itself, lead to a conclusion that the shareholders are acting in concert:
- (a) entering into discussions with each other about possible matters to be raised with the company's board;
 - (b) making representations to the company's board about company policies, practices or particular actions that the company might consider taking;
 - (c) other than in relation to the appointment of board members, exercising shareholders' statutory rights to:
 - (i) add items to the agenda of a general meeting;
 - (ii) table draft resolutions for items included or to be included on the agenda of a general meeting; or
 - (iii) call a general meeting other than the annual general meeting;
 - (d) other than in relation to a resolution for the appointment of board members and insofar as such a resolution is provided for under national company law, agreeing to vote the same way on a particular resolution put to a general meeting, in order, for example:
 - (A) to approve or reject:
 - (i) a proposal relating to directors' remuneration;
 - (ii) an acquisition or disposal of assets;
 - (iii) a reduction of capital and/or share buy-back;

- (iv) a capital increase;
- (v) a dividend distribution;
- (vi) the appointment, removal or remuneration of auditors;
- (vii) the appointment of a special investigator;
- (viii) the company's accounts; or
- (ix) the company's policy in relation to the environment or any other matter relating to social responsibility or compliance with recognised standards or codes of conduct; or

(B) to reject a related party transaction.

4.2 If shareholders cooperate to engage in an activity which is not included on the White List, that fact will not, in and of itself, mean that those shareholders will be regarded as persons acting in concert. Each case will be determined on its own particular facts.

5. Cooperation in relation to the appointment of members of the board of a company

5.1 Cooperation by shareholders in relation to the appointment of board members can be particularly sensitive in the context of the application of the mandatory bid rule. This is because, if shareholders cooperate in the appointment of board members, they may be in a position to control the operational management of the company. Different approaches are adopted in different Member States towards determining whether shareholders who cooperate in relation to board appointments are persons acting in concert. To some extent these differences depend on national company law and the prevailing shareholding structures. As a result of these differences, the White List does not include any activity relating to cooperation in relation to board appointments.

5.2 However, national competent authorities recognise that shareholders may wish to cooperate in order to secure the appointment of members to the board of a company in which they have invested. Such cooperation might take the form of:

- (a) entering into an agreement or arrangement (informal or formal) to exercise their votes in the same way in order to support the appointment of one or more board members;
- (b) tabling a resolution to remove one or more board members and replace them with one or more new board members; or
- (c) tabling a resolution to appoint one or more additional board members.

5.3 When considering cases of such cooperation in relation to board appointments, with a view to determining whether the shareholders are persons acting in concert, national competent authorities may, in addition to examining facts described in paragraph 3.3 (including the relationship between the shareholders and their actions), also consider other facts such as:

- (a) the nature of the relationship between the shareholders and the proposed board member(s);
- (b) the number of proposed board members being voted for pursuant to a shareholders' voting agreement;
- (c) whether the shareholders have cooperated in relation to the appointment of board members on more than one occasion;
- (d) whether the shareholders are not simply voting together but are also jointly proposing a resolution for the appointment of certain board members; and

- (e) whether the appointment of the proposed board member(s) will lead to a shift in the balance of power on the board.

5.4 Further details about the different national approaches towards determining whether or not shareholder cooperation in relation to board appointments will lead to the shareholders being regarded as persons acting in concert or not are provided in Appendix D.

APPENDIX A

Contact details for Member States

Whenever there is any uncertainty about proposed shareholder cooperation and, in particular, where the proposed cooperation relates to voting on a resolution which is not included in the list in paragraph 4.1(d), parties concerned are encouraged to consult the relevant national competent authority for guidance as early as possible. Guidance will be provided within the framework of national laws and regulations. Relevant contact details are provided below.



Queries and information about national legislation or practice			
	Authority Section (if such exists)	Website Email	Telephone
Austria	Übernahmekommission / Austrian Takeover Commission	www.takeover.at uebkom@wienerbourse.at	+4315322830613
Belgium	Financial Services and Markets Authority (FSMA)	www.fsma.be soc.fin@fsma.be	+3222205408
Bulgaria	Комисия за финансов надзор / Financial Supervision Commission	www.fsc.bg take-over-bids@fsc.bg djorgova_i@fsc.bg	+35929404858
Croatia	Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga / Croatian Financial Services Supervisory Agency Sektor za tržište kapitala / Capital Market Division	www.hanfa.hr capital.markets@hanfa.hr	+38516173 245
Cyprus	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς / Cyprus Securities and Exchange Commission (CySec)	www.cysec.gov.cy legal@cysec.gov.cy	+35722506600
Czech Republic	Česká národní banka / Czech National Bank	www.cnb.cz podatelna@cnb.cz	+420224411111
Denmark	Finanstilsynet / Danish FSA	www.finanstilsynet.dk finanstilsynet@fnet.dk	+4533558282
Estonia	Finantsinspektsioon / Financial Supervision Authority	www.fi.ee info@fi.ee	+3726680500

Finland	Finanssivalvonta / Financial Supervisory Authority	www.finanssivalvonta.fi markkinat@finanssivalvonta.fi	+358108315585
France	Autorité des Marchés Financiers (AMF) Direction des Emetteurs – Division des Offres Publiques	www.amf-france.org offrespubliques@amf-france.org	+33(0)143456280
Germany	Bundesanstalt für Finanz- dienstleistungsaufsicht / Federal Financial Supervisory Authority (BaFin)	www.bafin.de angebotsunterlagen@bafin.de	+49(0)228/4108-0
Greece	Επιτροπή Επικουρωτικής / Hellenic Capital Market Commission	www.hcmc.gr infotakeovers@cmc.gov.gr	+302103377246 +302103377235
Hungary	The Central Bank of Hungary	www.mnb.hu takeover@mnb.hu	+36(1)4899653
Iceland	Fjármálaeftirlitið/ Financial Supervisory Authority	www.fme.is fme@fme.is	+3545203700
Ireland	Irish Takeover Panel	www.irishtakeoverpanel.ie takeoverpanel@eircom.net	+35316789020
Italy	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) Corporate Governance Unit – Takeover Bids Office	www.consob.it vigilanzaopaesetti@consob.it	+390684771
Latvia	Finanšu un kapitāla tirgus komisija / Financial and Capital Market Commission (FCMC)	www.ftk.lv takeovers@ftk.lv	+37167774800
Lithuania	Lietuvos bankas / Bank of Lithuania	www.lb.lt takeoverbids@lb.lt	+370(5)2680538 +370(5)2680532
Luxembourg	Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)	www.cssf.lu maf@cssf.lu	+35226251-276
Malta	Malta Financial Services Authority (MFSA)	www.mfsa.com.mt takeoverbids@mfsa.com.mt	+356 25485112 +356 25485371

□

Netherlands*	-	-	-
Norway	Oslo Børs	www.oslobors.no juridiskavdeling@oslobors.no	+4722341795
Poland	Komisja Nadzoru Finansowego / Polish Financial Supervision Authority (KNF)	www.knf.gov.pl dno@knf.gov.pl	+4822262-50-00
Portugal	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) Departamento de Supervisão de Mercados, Emitentes e Informação / Markets, Issuers and Information Supervision Department	www.cmvm.pt cmvm@cmvm.pt	+351213177000
Romania	Autoritatea de Supraveghere Financiară / Financial Supervisory Authority (ASF)	www.csvm.ro csvm@csvm.ro	+40213266875
Slovak Republic	Národná banka Slovenska / National Bank of Slovakia	www.nbs.sk info@nbs.sk	+421257871111
Slovenia	Agencija za trg vrednostnih papirjev / Securities Market Agency (ATVP)	www.a-tvp.si info@atvp.si webmaster@atvp.si	+38612800400
Spain	Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV)	www.cnmv.es opas@cnmv.es	+34915851500
Sweden	Aktiemarknadsnämnden / Swedish Securities Council	www.aktiemarknadsnamnden.se info@aktiemarknadsnamnden.se	+46(0)850882270
United Kingdom	The Takeover Panel	www.thetakeoverpanel.org.uk supportgroup@thetakeoverpanel.org.uk	+44(0)2073829026

* In the Netherlands, the Enterprise Chamber of the Amsterdam Court of Appeal has competence on matters regarding acting in concert. Since the Enterprise Chamber is a judiciary authority and as such cannot provide guidance in an ad hoc manner, no contact information is provided for the Netherlands.

APPENDIX B

Summary of aspects of national laws/regulations relating to acting in concert and the mandatory bid rule

1. National thresholds determining “control”

- 1.1 In the majority of Member States, the percentage of voting rights that confers control of the company under Article 5.1 of the Takeover Bids Directive (the “primary threshold”) has been set at around 30%. Some have set the primary threshold at higher or lower levels than 30% and some have an alternative primary threshold.
- 1.2 In some Member States, a shareholder, who, together with persons acting in concert, holds securities carrying a percentage of the voting rights in a company equal to or exceeding the primary threshold, may also trigger a mandatory bid to all remaining shareholders if he (or any person acting in concert with him) acquires further securities carrying a specified additional percentage of voting rights, in some cases within a specified period (e.g. 2% of voting rights within a 12 month period) (“creep-in” threshold). The creep-in threshold may be exceeded in certain Member States if the shareholder (or any person acting in concert with him) increases his holding of voting rights without making any further acquisition of securities.
- 1.3 Some Member States have also set a higher percentage of voting rights, in addition to the primary threshold, that will trigger a mandatory bid (“secondary threshold”).
- 1.4 It should be noted that even when national thresholds are reached or exceeded, a mandatory bid may not always be required; this may be because the national definition of control requires additional conditions to be met or because an exemption may be available.

Details of thresholds are provided below.

Country	Threshold(s)			
	Primary threshold	Alternative primary threshold	Creep-in threshold*	Secondary threshold
Austria	>30%	A company may include a lower primary threshold in its articles of association	>2% increase between 30% and 50% within 12 months	
Belgium	>30%		na	
Bulgaria	>1/3		>3% increase above 1/3 but	>2/3

			under 2/3 of the voting rights within 12 months if holding not resulting from a previous offer	
Croatia	>25%		>10% increase between 25% and 75% (with no limit in time)	>75%
Cyprus	≥30%		Anything over 30% unless it is justifiable to apply for an exception	
Czech Republic	≥30%		na	
Denmark	50%	controllinginfluence**	na	
Estonia	50%+1	controllinginfluence***	na	
Finland	>30%		na	>50%
France****	>30%		>2% increase between 30% and 50% within 12 months	
Germany	≥30%		na	
Greece	>1/3		>3% increase between 33% and 50% within 6 months	
Hungary	>33%	>25% if no other shareholder holds at least a 10% interest	na	
Iceland	>30%	na	na	>9/10
Ireland	≥30%		>0.05% increase between 30% and 50% within 12 months	
Italy	>30%		- >5% increase between 30% and 50% within 12 months - Reduced to 1% within the 12 months following a partial bid	
Latvia	≥50%		na	
Lithuania	>1/3		na	
Luxembourg	≥1/3		na	

Malta	50%+1		na	
Netherlands	≥30%		na	
Norway	>1/3		na	>40% >50%
Poland	>33%****		na	>66%
Portugal	>1/3		na	>50%
Romania	>33%		na	
Slovak Republic	≥33%		na	
Slovenia	≥1/3		≥10% increase after a successful offer	≥75%
Spain	≥30%	Or acquisition of <30% and appointment of >50% of the board within 24 months of the acquisition	Only for parties who, on 13/08/07 were holding 30%≤X<50% and either: - acquire ≥5% within any 12 month period; or - through acquisitions reach ≥50%; or - make any further acquisitions and appoint >50% of the board members within 24 months of the acquisition.	
Sweden	≥30%		na	
UK	≥30%		Any increase between 30% and 50%	

* Crossing the indicated creep-in thresholds would trigger a mandatory bid.

** Controlling influence: when a shareholder not holding more than 50% of the voting rights in a company has 1) a right of disposal of more than 50% of the voting rights by virtue of an agreement with other investors, 2) the authority to manage the financial and operational conditions in a company pursuant to the articles of association or an agreement, 3) the authority to appoint or dismiss a majority of the members of the supervisory body, and this body has controlling influence of the company, or 4) more than one-third of the voting rights in the company and the actual majority of votes at the general meeting or a similar body, thus having controlling influence over the company.

*** Defined as a shareholder who has the right to appoint or remove a majority of the members of the management or supervisory board or has a dominant influence or control over the company or the possibility of exercising it.

**** In France, the thresholds are expressed in terms of holdings of equity securities or voting rights. Crossing either of these can trigger a mandatory bid.

***** In Poland, a shareholder crossing the primary threshold will not be obliged to announce a bid for all remaining shares but for a number of shares that, combined with his/her existing shares, are equal to 66% of the votes in the company.

2. The consequences of shareholders coming together to act in concert

2.1 In some Member States, when shareholders come together to act in concert in relation to a particular company in circumstances where, independently, they have already acquired securities in that company which, in total, carry the specified percentage of voting rights that confers "control" under national takeover rules, they will be required to make a bid to all other shareholders (a "mandatory bid"). In other words, the mandatory bid obligation will be triggered even though no further securities have been acquired.

These Member States are Austria, Croatia, the Czech Republic, Finland, France, Germany, Greece, Lithuania, the Netherlands, Poland, Portugal, Romania, Slovak Republic, Slovenia, Spain and Sweden.

2.2 In other Member States, no mandatory bid obligation will arise initially when the shareholders come together to act in concert in such circumstances. Such an obligation may, however, be triggered if any one of the shareholders regarded as persons acting in concert subsequently acquires further securities carrying voting rights in the company.

This is the situation in Belgium, Cyprus, Denmark, Hungary, Iceland, Ireland, Luxembourg, Norway and the United Kingdom.

2.3 In *Italy* a mandatory bid obligation will arise when shareholders acting in concert exceed the threshold for "control" as a result of acquisitions of securities carrying voting rights made by any of them. Acquisitions will be considered relevant if they are made at the same time as the shareholders come together to act in concert, in the twelve months before they come together to act in concert or at any time after they come together to act in concert.

2.4 In the remaining Member States (*Bulgaria, Estonia, Latvia, Malta*), owing to a lack of cases providing experience of shareholders coming together to act in concert in the situation described in 2.1 above, the consequences for such shareholders have not been settled.

APPENDIX C

The definition of acting in concert

1. Member States have adopted different approaches towards the transposition of the definition of “persons acting in concert” in national laws and regulations that implement the TBD. Some have used as the basis of their definition only Article 2.1(d) of the TBD, while others have also incorporated, in various forms, a concept, broadly, of “the concerted exercise of voting rights by shareholders” with a view to pursuing a common policy or strategy in relation to the company or exercising a dominant influence over it. This concept is also found in Article 10 of the Transparency Directive, which states that:

“The notification requirements defined in paragraphs 1 and 2 of Article 9² shall also apply to a natural person or legal entity to the extent it is entitled to acquire, to dispose of, or to exercise voting rights in any of the following cases or a combination of them:

- (a) *voting rights held by a third party with whom that person or entity has concluded an agreement, which obliges them to adopt, by concerted exercise of the voting rights they hold, a lasting common policy towards the management of the issuer in question;*”.

2. The following table gives an indication of the approach adopted in individual Member States:

TBD definition only	TBD definition plus the concept of concerted exercise of voting rights (or similar)
Cyprus	Austria
Denmark	Belgium
Greece	Bulgaria
Hungary	Croatia
Iceland	Czech Republic
Ireland	Estonia
Italy	Finland
Latvia	France

² Article 9 TD provides for the notification of the acquisition or disposal of major shareholdings.

Luxembourg	Germany
Malta	Lithuania
Netherlands	Norway
Slovak Republic	Poland
Slovenia	Portugal
UK	Romania
	Spain
	Sweden

APPENDIX D

Summary of approaches in the Member States to shareholder cooperation in relation to board appointments and acting in concert

1. Different approaches are adopted in different Member States towards determining whether or not shareholders who cooperate in relation to board appointments are persons acting in concert. To some extent these differences depend on national company law and the prevailing shareholding structures. An outline of some of the different approaches is given below.
2. In some Member States³ cooperation between shareholders to vote together for the appointment of board members, who, after all the facts have been examined, are considered, in accordance with national laws, regulations or practice, to be independent from the cooperating shareholders, will not, *in and of itself*, lead to a determination that those shareholders are persons acting in concert. This may be the case even if the proposed board members will form the majority of the members of the board. However, for some other Member States⁴, the concept of independence of the proposed board members from the cooperating shareholders is irrelevant for the purposes of determining whether the shareholders are persons acting in concert.
3. The number of board members being appointed is a determining factor for some Member States. In Italy, for example, shareholders vote for lists of candidates and the law provides that if shareholders have an agreement relating to the submission of such a list, they will not be acting in concert if the number of candidates on the relevant list comprises less than half the number of board members to be elected. Some Member States⁵ consider that shareholders cooperating to vote for board members who will form the majority of the board are likely to be acting in concert, while others⁶ do not, if the cooperation takes place only on one occasion.⁷
4. As a matter of practice, in some Member States⁸, when shareholders cooperate by agreeing to exercise their votes together on one particular occasion to support the appointment or removal

³ Austria, Ireland and the UK.

⁴ Germany, Italy, Latvia, Romania and Spain.

⁵ Denmark, France, Germany and Spain.

⁶ Finland, Norway and Sweden.

⁷ In the Czech Republic, shareholders who have an agreement to vote together on the appointment of board members will be regarded as acting in concert under national rules. However, in practice, in the case of cooperation relating to the appointment of less than the majority of board members, that cooperation is unlikely, *in and of itself*, to lead to a mandatory bid obligation.

⁸ Austria, Belgium, Denmark, Finland, France, Germany, Greece, Ireland, Italy, Lithuania, Norway, Romania, Slovak Republic, Spain, Sweden and the UK.

of one board member only, that cooperation is unlikely, in and of itself, to lead to a determination that those shareholders are persons acting in concert.

5. Further information in the form of relevant rules and guidance or decisions published to date by national competent authorities on the subject of shareholder cooperation in relation to the appointment of board members can be found through the following links:



Country	Links to national rules, guidance or decisions
Austria	-
Belgium	http://www.fsma.be/fr/Supervision/fm/oa/ooa.aspx
Bulgaria	-
Croatia	-
Cyprus	http://www.cysec.gov.cy/existing_laws_en.aspx
Czech Republic	-
Denmark	-
Estonia	-
Finland	-
France	<p>Selected relevant decisions</p> <p>http://www.amf-france.org/inetbdif/viewdoc/affiche.aspx?id=9746&txtsch=</p> <p>http://www.amf-france.org/inetbdif/viewdoc/affiche.aspx?id=10401&txtsch=</p> <p>http://www.amf-france.org/inetbdif/viewdoc/affiche.aspx?id=33138&txtsch=</p> <p>http://www.amf-france.org/inetbdif/viewdoc/affiche.aspx?id=13856&txtsch=</p> <p>http://www.amf-france.org/inetbdif/viewdoc/affiche.aspx?id=15014&txtsch=</p> <p>http://www.amf-france.org/inetbdif/viewdoc/affiche.aspx?id=61413&txtsch=</p> <p>http://www.amf-france.org/inetbdif/viewdoc/affiche.aspx?id=41689&txtsch=</p> <p>http://www.amf-france.org/inetbdif/viewdoc/affiche.aspx?id=27811&txtsch=</p>
Germany	<p>Report "Acting in concert in the version of the Risk Reduction Act" on page 9 to 11 in the journal BaFin Quarterly Q2/10 of 15 July 2010:</p> <p>http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Mitteilungsblatt/Quarterly/bq1002.html</p>



	Section 30 Paragraph 2 of the German Securities Acquisition and Takeover Act: http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetz/wpueg_en.html?nn=2821360#doc2684280bodyText35
Greece	-
Hungary	-
Iceland	-
Ireland	-
Italy	Consolidated Law on Finance (Legislative Decree n. 58 of 24 February 1998 – “Consolidated Law”) – Article 101-bis, par. 4, par. 4-bis. Regulation implementing Consolidated Law (Regulation n. 11971 /99 as integrated and amended) – Article 44-quater http://www.consob.it/mainen/legal_framework/index.html
Latvia	-
Lithuania	-
Luxembourg	-
Malta	-
Netherlands	-
Norway	-
Poland	-
Portugal	-
Romania	-
Slovak Republic	-
Slovenia	-
Spain	-
Sweden	-
UK	The Takeover Code: Rule 9.1 (mandatory bid rule) and Notes 1 and 2 on Rule 9.1: http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf Practice Statement No 26: Shareholder activism: http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/ps26.pdf

5.3 Pliktig tilbud

5.3.1 Melding om tilbudsplikt - Aksjekjøp i Norway Pelagic (brev av 02.04.2013)

Det vises til korrespondanse vedrørende Austevoll Seafood ASAs («Austevoll») erverv av aksjer i det børsnoterte selskapet Norway Pelagic ASA («NPEL») den 5. februar 2013, og spørsmål knyttet til Austevolls meldeplikt etter vphl. § 6-8 første ledd.

I juli 2011 ble det gjennomført en fusjon mellom Austevolls heleide datterselskap Austevoll Fisk AS og NPEL, med NPEL som overtakende selskap. Gjennom fusjonen fikk Austevoll NPEL-aksjer som vederlag. Etter fusjonen eide Austevoll aksjer tilsvarende 43,3 % av aksjekapitalen i NPEL. Fusjonen utløste ikke tilbudsplikt for Austevoll som følge av unntaket i vphl. § 6-2 første ledd nr. 3 som gjelder erverv i form av vederlag ved fusjon. Tilbudsplikt ville imidlertid bli utløst ved et hvert etterfølgende erverv i NPEL, jf. § 6-6 andre ledd.

Ved børsmelding den 6. februar 2013 kl. 08.00 kunngjorde Austevoll kjøpet av 1 720 000 aksjer i NPEL til en gjennomsnittspris på NOK 15, 10 per aksje. Høyeste kurs som ble betalt var NOK 15, 50 per aksje. Etter kjøpet eide Austevoll aksjer tilsvarende 52,63 % av aksjekapitalen i selskapet. Av meldingen fremgikk det at Austevoll ville fremsette et pliktig tilbud om kjøp av samtlige aksjer i NPEL, jf. vphl. § 6-10 første ledd. Tilbudsprisen var NOK 15, 50, som tilsvarte det høyeste vederlag Austevoll hadde betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte, jf. vphl. § 6-10 fjerde ledd.

I forbindelse med godkjenning av tilbudet og tilbuds dokumentet, stilte Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, enkelte kontrollspørsmål knyttet til tilbudsprisen. I svarene mottatt 26. februar 2013 ble det opplyst at tilbudsplikt for Austevoll ble utløst 5. februar kl. 12:27 ved erverv av 720 000 aksjer.

I e-post av 27. februar ba Oslo Børs Austevoll om en redegjørelse for bakgrunnen for at melding om tilbudsplikt først ble offentliggjort morgenen etter at ervervet som utløste tilbudsplikt fant sted. Oslo Børs mottok slik redegjørelse den 1. mars. Det fremgår av redegjørelsen at Pareto om formiddagen den 5. februar, etter fullmakt fra Austevoll, ervervet 720 000 aksjer i NPEL. Aksjene ble satt på oppsamlingskonto hos Pareto, for deretter å bli overført til Austevoll om morgenen den 6. februar. I løpet av ettermiddagen ble det ervervet ytterligere 1 000 000 aksjer til kurs NOK 15,50.

Austevoll skriver at det ikke fikk informasjon av Pareto om aksjeposten på 720 000 aksjer som ble krysset kl. 12.27 før flere timer senere, og oppfattet da fortsatt ikke at posten var krysset til Austevoll, men at Pareto hadde tilgang til denne. Ut i fra de opplysninger Austevoll mottok skulle aksjeposten krysses til Austevoll om morgenen den 6. februar. Austevoll oppfattet derfor at dette ville være det riktige tidspunktet for utsendelse av børsmelding vedrørende tilbudet og melding ble sendt i henhold til dette. Austevoll skriver videre at det var en spesiell situasjon ettersom kjøpet ikke var planlagt på forhånd. Austevoll trengte dermed noe tid til å områ seg med henhold til om ervervet utløste tilbudsplikt, og i så tilfelle om det skulle fremsettes tilbud eller foretas et nedslag. Sistnevnte beslutning kunne også avhenge av om selskapet fikk ervervet et tilstrekkelig antall aksjer til at de kom over 50 % av aksjekapitalen.

Det følger av vphl. § 6-8 første ledd at den som har eller vil få tilbudsplikt, straks skal gi melding om dette når avtale om erverv som vil utløse tilbudsplikt er inngått. I meldingen skal det også angis om det vil bli fremsatt tilbud eller om det vil foretas nedslag. Regelen er begrunnet i at dette er informasjon som markedet har omgående behov for av hensyn til kursdannelsen. Overtredelser av denne plikten kan potensielt ha store skadevirkninger, for eksempel ved at det i tidsrommet etter at avtale om erverv har funnet sted og før melding er offentliggjort, handles til kurser som ikke hensyntar tilbudsprisen i et eventuelt pliktig tilbud.

Meldeplikten etter vphl. § 6-8 første ledd inntreffer når avtale om erverv som vil utløse tilbudsplikt er inngått, og gjelder således uavhengig av om innrapportering av handelen i handelssystemet har funnet sted. Følgelig skulle meldingen vært sendt straks etter at Pareto, på Austevolls vegne, inngikk avtale om erverv av 720 000 aksjer i NPEL om formiddagen den 5. februar 2013. Straks-kravet gir ikke rom for betenkningstid. En investor som potensielt kan utløse tilbudsplikt ved aksjekjøp må således ha kontroll på hvilke disposisjoner som vil kunne utløse tilbudsplikt, og ha gjort seg opp en

oppfatning av om det vil være aktuelt å fremsette et tilbud eller gjennomføre et nedsalg på en slik måte at meldeplikten kan overholdes.

Overtredelser av plikten til å melde om utløsning av tilbudsplikt vil normalt bli meddelt Finanstilsynet, jf. børsloven § 27[...]. Saken vil således bli meddelt Finanstilsynet.

5.3.2 Exemption from the mandatory offer obligation – DNO (vedtak av 17.04.2013)

Reference is made to letter from Thommessen dated 11 April 2013 (the “Letter”), where RAK Petroleum Public Company Limited (“RAK Petroleum”) and its subsidiaries (jointly the “RAK Group”) apply for an exemption from the obligation to launch a mandatory offer for the shares in DNO International ASA (“DNO”) in connection with a contemplated restructuring of the RAK Group.

In brief Oslo Børs understands the letter as follows:

The RAK Group is contemplating a restructuring that will involve:

- a) a transfer of substantially all of the assets currently held by RAK Petroleum (other than cash to be retained for working capital purposes), including 438,379,418 shares in DNO representing 42,84 % of the total number of issued and outstanding shares in DNO (“the Relevant DNO Shares”), to a wholly owned Dutch subsidiary of RAK Petroleum (“DutchCo”), and
- b) a subsequent transfer of all the shares in DutchCo from RAK Petroleum to a wholly owned UK subsidiary of RAK Petroleum (“UKCo”),

in the following referred to as the “Intra-Group Restructuring”.

Following completion of the Intra-Group Restructuring, the intention is to decrease the share capital of RAK Petroleum through cancellation of existing shares and to issue shares in UKCo to the RAK Petroleum shareholders as a return on capital on a pro rata basis among all RAK Petroleum shareholders (the “Spin Off”). Upon completion of the Spin Off, the RAK Petroleum shareholder will hold a percentage ownership interest in UKCo equal to their respective percentage ownership interest in RAK Petroleum immediately prior to completion of the Spin Off.

The aim of the Intra-Group Restructuring and the Spin Off is to facilitate a liquidity event for the RAK Petroleum shareholders through a listing of shares in UKCo on the London Stock Exchange or another European or North-American securities exchange. The Board of Directors of RAK Petroleum (the “RAK Board”) believes that a successful listing on a recognised stock exchange will most likely be achieved if the listing is organised under the laws of a jurisdiction that is well-known to both the global investor community and the relevant listing authorities. The RAK Board has for legal, commercial and practical reasons reached the conclusion that the Intra-Group Restructuring combined with the Spin Off is the preferred way to migrate the ultimate parent company of the RAK Group to the UK.

The consideration of Oslo Børs:

A transfer of the Relevant DNO Shares from RAK Petroleum to its wholly owned subsidiary DutchCo will trigger a mandatory offer obligation pursuant to section 6-1 (1) of the Securities Trading Act (the “STA”). Further, the transfer of shares in DutchCo from RAK Petroleum to its wholly owned subsidiary UKCo will trigger a mandatory offer obligation pursuant to the STA Section 6-1 (2) no. 3.

According to the information set out in the Letter, none of the shareholders in RAK Petroleum (individually or on consolidated basis, cf. the STA section 6-1 (3) and section 6-5) will become owners

of shares representing more than 50 % of the votes in UKCo as a result of the Spin Off. The Spin Off will therefore not trigger a mandatory offer obligation, cf. the STA section 6-1 (2) no. 3.

According to the STA section 6-2 (3), Oslo Børs, in capacity as take-over supervisory authority, may in “special cases” make exemptions from the mandatory bid obligation in the case of acquisitions by someone with whom the acquirer is consolidated pursuant to section 6-5, cf. section 6-1 (6). The STA does not state further which cases that may be seen as “special cases”. However, the preparatory work for the STA gives some guidance to the matter, cf. NOU 2005:17 page 27 and Odelsting Proposition (white paper) NO 34. 2006-2007) page 367 et seq. In general, the preparatory work states that the rules regarding the mandatory bid obligation should not prevent a practical and appropriate restructuring of a consolidated group of companies. For example, a mandatory offer obligation should normally not occur in connection with transfer of shares to a wholly-owned subsidiary established for this purpose. On the other hand, it is expressed concern that exemptions may undermine the mandatory bid obligation in connection with an isolated transaction or a chain of transactions that in fact leads to a change of control. Thus the main assessment regarding whether or not an exemption from the mandatory obligation should be granted pursuant to the STA section 6-2 (3) is whether the transfer represents a change of control or is part of a chain of transactions that may lead to a change of control, cf. NOU 2005:17 page 27.

Based on the description provided in the Letter Oslo Børs is of the opinion that the Intra-Group Restructuring will not represent a transaction and will not be a part of a chain of transactions that may lead to a change of the ultimate control of the Relevant DNO Shares, since (i) the Relevant DNO Shares will be transferred to DutchCo, which first directly and then indirectly will be 100 % owned by RAK Petroleum until the Spin Off and (ii) upon completion of the Spin Off, the RAK Petroleum shareholder will hold a percentage ownership interest in UKCo equal to their respective percentage ownership interest in RAK Petroleum immediately prior to completion of the Spin Off, also implying that none of the shareholders in RAK Petroleum (individually or on a consolidated basis) will become the owner of shares representing more than 50 % of the votes in UKCo as a result of the subsequent Spin off.

On this basis and pursuant to the STA section 6-2 (3), Oslo Børs grants exemption from the mandatory bid obligation for the said transfer of 438,379,418 shares in DNO from RAK Petroleum to DutchCo and the subsequent transfer of all the shares in DutchCo from RAK Petroleum to UKCo.

This decision will be made public on the Oslo Børs website as further agreed upon with the applicant. A stock exchange notification describing the transactions and the exemption granted herein shall be issued no later than at closing of the transaction of DNO shares from RAK Petroleum to DutchCo.

Subsequent acquisitions of shares in DNO:

In January 2012 RAK Petroleum’s Middle East and North Africa operating subsidiaries were merged into a subsidiary of DNO in exchange for DNO shares issued to RAK Petroleum. Upon completion of the merger RAK Petroleum increased its shareholding in DNO from 30 % to 42, 84 %. However, the transaction did not trigger the mandatory offer obligation due to the exception under section 6-2 (1) no. 3 of the STA. As a consequence and pursuant to the STA section 6-6 (2), any subsequent purchase of shares in DNO made by RAK Petroleum or its consolidated parties that increases the control in DNO will trigger a mandatory bid obligation. Oslo Børs has in previous cases expressed that the obligation of the seller to launch a mandatory bid in case of subsequent acquisitions applies equally to the acquirer of the shares in an exempted transfer, cf. Decisions and Statements 2011 p. 176. UKCo will upon completion of the Intra-Group Restructuring and the Spin Off replace RAK Petroleum as the ultimate parent company in the RAK Group. It is Oslo Børs’ opinion that any acquisitions of shares in DNO made by UKCo or its consolidated parties following the completion of the Intra-Group

Restructuring and the Spin Off will trigger a mandatory offer obligation, cf. section 6-6 of the STA. It should be noted that the assessment with regard to subsequent acquisitions is based on an interpretation of the law and is not part of Oslo Børs' power to grant exemptions from the mandatory bid obligation.

5.3.3 Tilbakelevering iht aksjelånsavtale og tilbudsplikt (e-post av 14.05.2013)

E-post fra Oslo Børs 14.05.2013:

Viser til din e-post nedenfor der det bes om børsens vurdering av enkelte spørsmål knyttet til tilbudsplikt ved utløpet av låneperioden.

Den aktuelle aksjeeier eier mer enn 40 % av aksjene i et norsk selskap notert på Oslo Børs. Vedkommende aksjeeier vil utløse tilbudsplikt etter reglene om etterfølgende erverv dersom det erverves ytterligere aksjer i selskapet, jf. vphl. § 6-6 annet ledd. Aksjeeieren (heretter «utlåner») vurderer å låne ut en mindre andel av sine aksjer til en utenlandsk investeringsbank («låntaker») for et begrenset tidsrom. Låntaker vil låne aksjene for å kunne «shorte» disse. Utlånet vil inngås med utgangspunkt i en standard låneavtale (Global Master Securities Lending Agreement). Ved utløpet av låneperioden plikter låntaker å levere tilbake aksjer til utlåner. Det første spørsmålet som reises er om tilbakeleveringen av aksjer i det aktuelle lånearrangementet vil være å anse som et «erverv» som utløser tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 annet ledd.

I Ot.prp. nr. 29 (1996-97) uttaler departementet under punkt 9.2.4 på side 70 at *«det vil bero på en konkret vurdering om 'lån' av aksjer skal anses som et slikt erverv som kan utløse tilbudsplikt»*. For øvrig vises det til uttalelser om lån og innlån gitt i forbindelse med omtalen av innsidehandelforbudet og flaggeplikten. Det fremgår her at det må foretas en konkret vurdering av hvorvidt det dreier seg om lån/utlån eller om det foreligger en realisasjon av de aktuelle finansielle instrumenter. Tilsvarende vurdering har ligget til grunn for børsens vurdering av om tilbakelevering av utlånte aksjer er å anse som «erverv» som utløser tilbudsplikt, jf. VogU 2007 s.145, VogU 2009 s. 107, VogU 2011 s.149 og VogU 2012 s 89 (dog er flere av vurderingene utpregede konkrete). Det er i samsvar med forarbeidene og juridisk litteratur børsens oppfatning at et lånearrangement som innebærer at kursrisikoen og avkastningen forblir hos långiver, og at like aksjer etter et begrenset tidsrom skal tilbakeleveres, som et utgangspunkt må være å anse som et reelt utlån og således ikke utløse tilbudsplikt ved tilbakelevering. I den grad standardavtalen/lånearrangementet det refereres til er basert på slike prinsipper og for øvrig fremstår som et reelt lånearrangement, vil en tilbakelevering av aksjer etter børsens oppfatning ikke utløse tilbudsplikt for utlåner.

Låneavtalen inneholder en misligholdsklausul som regulerer hva som skjer dersom det inntreffer et mislighold av låneavtalen ("Event of Default"), eller dersom låntaker misligholder sin forpliktelse til å levere tilbake aksjene ("Non-Delivery Event"). Dette er tekniske begreper som er definert i omfattende avtaler basert på anglo-amerikansk rett. I de nevnte situasjoner vil utlåners krav på aksjene/tilsvarende aksjer omformes til et pengekrav mot låntaker, slik at utlåner skal kompenseres med et beløp som svarer til markedsverdien av aksjene som ellers skulle vært tilbakelevert. For det tilfelle at låntaker misligholder låneavtalen og gjør opp tilbakeleveringsforpliktelsen i kontanter, oppstår det et spørsmål om utlåner vil kunne erverve et tilsvarende aksjer for å "reparere" bruddet på låneavtalen uten å utløse tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 annet ledd.

Den bærende betraktning, ved vurdering av slike forhold i relasjon til reglene om tilbudsplikt, er om det etableres en situasjon der det finner sted et kontrollskifte som tilsier at andre aksjeeiere bør gis en mulighet til å selge sine aksjer. Som nevnt over er det børsens vurdering at et lånearrangement som hovedregel ikke utgjør et kontrollskifte som kan begrunne tilbudsplikt for utlåner, så fremt det dreier seg om et reelt utlån. Tilsvarende er det børsens vurdering at utlåner i den beskrevne situasjon

vil kunne reparere et brudd på låneavtalen med å erverve aksjer tilsvarende det som skulle vært tilbakelevert. Det som teknisk sett fremstår som et "erwerb" vil i realiteten innebære at utlåner stilles i samme situasjon som om låntaker hadde oppfylt sine primære forpliktelser etter låneavtalen. Det legges dog vekt på at låntakers oppgjør i kontanter etter beskrivelsen ikke fremstår som en opsjon på alternativ tilbakelevering for utlåner, men som en konsekvens av et inntruffet mislighold på låntakers side. Det forutsettes videre at ervervet foretas i nær tilknytning til tidspunktet hvor tilbakelevering av aksjer skulle ha skjedd etter avtalen eller misligholdet inntreffer.

5.3.4 Copeinca ASA – undersøkelser rundt konsolidering og tilbudsplikt (korrespondanse av 11.06. - 25.06.2013)

Brev fra Oslo Børs 11.06.2013:

1. Bakgrunn

Det vises til tidligere korrespondanse knyttet til børsens undersøkelser av om Cermaq ASA («Cermaq») har utløst tilbudsplikt i Copeinca ASA («Copeinca») på konsolidert basis.

Etter at Grand Success Investment (Singapore) Private Limited («GSI») fremmet et frivillig tilbud på Copeinca 13. mars 2013 inngikk Cermaq avtaler med Copeinca, Dyer Coriat Holding S.L. («Dyer») og Weilheim Investments S.L. («Weilheim»). Tilbudet fra GSI var blant annet betinget av akseptgrad på 50, 1 %. Børsens undersøkelser knytter seg til om Cermaq i forbindelse med inngåelsen av de aktuelle avtaler etablerte et samarbeid med Copeinca, Dyer og/eller Weilheim der det frivillige tilbudet fra GSI vanskeliggjøres eller hindres. Tilbudet fra GSI ble ikke gjennomført under henvisning til at betingelsen om akseptgrad ikke ble oppfylt. Cermaq har ervervet Copeinca-aksjer etter at de aktuelle avtaler med Copeinca, Dyer og Weilheim ble inngått. I den grad Cermaq må anses å være konsolidert med en eller flere av de nevnte parter, kan det således være grunnlag for tilbudsplikt for Cermaq.

I brev av 6. juni 2013 avviser Cermaq at det er grunnlag for tilbudsplikt på konsolidert grunnlag. Det vises blant annet til at de avtaler Cermaq inngikk med Dyer og Weilheim, om salg av aksjer i forbindelse med en gjennomføring av et frivillig tilbud på Copeinca ASA, ikke i seg selv utløser tilbudsplikt, og at samarbeid med de aktuelle parter ikke relaterer seg til bruk av aksjonærrettigheter. Når det gjelder bruk av aksjonærrettigheter synes det som at Cermaq utelukkende knytter dette opp mot bruk av stemmerettigheter.

Som det fremgår nedenfor har Oslo Børs en noe annen forståelse enn Cermaq av hva som ligger i konsolideringsalternativet samarbeid som går ut på å hindre eller vanskeliggjøre et tilbud. Oslo Børs søker med dette brevet å gi en nærmere angivelse av det juridiske og faktiske grunnlaget for børsens undersøkelser, og ber om Cermaqs fornyede vurdering av spørsmålet på denne bakgrunn. Børsen ber også Cermaq om å fremskaffe nærmere angitte opplysninger og dokumentasjon som kan kaste lys over den vurdering som skal foretas. Oslo Børs ber om dette i egenskap av å være tilbudsmyndighet.

Det opplyses om at tilsvarende henvendelse er sendt til Copeinca, Dyer og Weilheim.

2. Det juridiske utgangspunktet: Konsolidering på grunnlag av samarbeid – felles kontroll med selskapet eller vanskeliggjøring av tilbud

Vphl. § 6-1 (1) 1. pkt. om tilbudsplikt lyder:

«Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på et norsk regulert marked, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet.»

Videre følger det av vphl. § 6-5 (1) 1. pkt., om konsolidering:

«I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5.»

Det følger av samme bestemmelse andre ledd, 1. pkt. at:

«Tilbudsmyndigheten avgjør om det skal foretas identifikasjon etter første ledd.»

Av vphl. § 6-6 (2) om etterfølgende tilbudsplikt følger:

«Aksjeeier som har passert tilbudspliktgrense som nevnt i § 6-1 og 6-6 første ledd på en måte som ikke utløser tilbudsplikt (..), plikter ved ethvert etterfølgende erverv som øker stemmeandelen, å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet.»

En konsolidering mellom flere aksjonærer innebærer ikke i seg selv en begivenhet som utløser tilbudsplikt, jf. vphl. 6-1, selv om konsolideringen medfører at partene på konsolidert basis eier aksjer over tilbudspliktgrensen. Tilbudsplikt utløses kun ved erverv av aksjer. Et eventuelt senere erverv av aksjer foretatt av ett eller flere medlemmer i den konsoliderte gruppen vil imidlertid kunne utløse tilbudsplikt etter regelen om etterfølgende tilbudsplikt, vphl. § 6-6 (2).

Etter vphl. § 2-5 nr. 5 kan konsolideringsgrunnlag oppstå mellom en aksjonær og:

«noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres».

Reglene om tilbudsplikt i vphl. kap. 6 gjennomfører reglene i direktiv 2004/2005/EF om overtakelsestilbud («Takeover-direktivet»). Tillegget i vphl. § 2-5 nr. 5 «herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres» ble lagt til i forbindelse med ny verdipapirhandellov av 2007. Tillegget har sin bakgrunn i Takeover-direktivet art. 2 nr 1 litra d der “acting in concert” defineres som “natural or legal persons who cooperate with the offeror or the offeree company on the basis of an agreement either at acquiring control of the offeree company or at frustrating the successful outcome of a bid». Det følger av direktivet at samarbeid for å oppnå kontroll og samarbeid for å hindre et tilbud er alternative grunnlag for konsolidering (either at acquiring control ... or at frustrating ... a bid. – understreket her). Ordlyden i bestemmelsen ved bruk av «herunder» kan derfor ikke forstås uttrykkelig. Det fremkommer av forarbeidene at formålet med tillegget i bestemmelsen var å implementere nettopp disse formuleringene i art. 2 nr. 1 litra d i Takeover-direktivet og at det ikke var nødvendig å gjennomføre direktivet ord for ord. Videre er det presisert at direktivet vil være en viktig faktor når den norske gjennomføringsbestemmelsen skal forstås og anvendes.

Det er som nevnt vanskeliggjøring eller hindring av et «tilbud» som kan utløse konsolidering. Etter direktivet siktes det med «tilbud» til frivillige eller pliktige tilbud fremmet etter reglene i nasjonal lovgivning som har som formål å erverve kontroll (direktivet art. 2 nr. 1. litra a).

Etter loven kreves et «forpliktene samarbeid». To aksjonærer som har felles interesser og derfor opptrer likt medfører ikke konsolidering. Det må foreligge koordinert opptreden. Videre må

samarbeidet være «forpliktende». Etter forarbeidene og praksis omfatter dette også stilltiende avtaler om samarbeid. Det er følgelig ikke krav om uttrykkelig og skriftlig avtale. Det sentrale i vurderingen er om det foreligger et samarbeid, ettersom begrepet «forpliktende» er tillagt liten selvstendig betydning. Hva som objektivt sett kan danne grunnlag for konsolidering må foretas ut fra en helhetsvurdering.

Det som skal vurderes er om det foreligger samarbeid med sikte på å befeste eller oppnå gruppens egen kontroll i målselskapet, eller samarbeid som hindrer eller vanskeliggjør andres forsøk på å erverve kontroll. Det er i praksis slått fast at det kan være grunnlag for konsolidering enten det aktuelle samarbeidet gjelder utøvelse av organisatoriske eller økonomiske rettigheter knyttet til aksjeeie. Følgelig er det grunnlag for å konsolidere aksjonærer som samarbeider om å vanskeliggjøre eller forhindre et tilbud, uten at samarbeidet gjelder bruk av stemmerettigheter eller har som mål å oppnå felles kontroll for gruppen.

3. Nærmere om juridisk og faktisk bakgrunn for børsens undersøkelser

Oslo Børs undersøker om de avtaler som Cermaq inngikk med Copeinca, Dyer og Welheim den 4. april 2013 dannet grunnlag for et samarbeid om å forhindre eller vanskeliggjøre GSIs frivillige tilbud på aksjer i Copeinca, evt. om avtalene sett sammen med andre omstendigheter og etterfølgende hendelser kan utgjøre slik samarbeid. Etter gjennomføringen av den rettede emisjon og Copeincas salg av egne aksjer til Cermaq den 4. april, kontrollerte Cermaq (gjennom avtalene med Dyer og Welheim og enkelte andre mindre aksjonærer) til sammen 50,7 % av de utstående aksjer i Copeinca. Akseptgraden i GSIs frivillige tilbud på aksjer i Copeinca var 50,1 %. Tilbudsprisen tilsvarte tilbudsprisen i Cermaqs frivillige tilbud. Tilbudet ble som nevnt innledningsvis, ikke gjennomført under henvisning til at akseptgraden ikke ble nådd.

Inngåelse av en transaksjonsavtale med målselskapet og/eller inngåelse av avtaler om betinget erverv/forhåndsaksepter i forbindelse med fremsettelsen av et konkurrerende tilbud på selskapet, vil ikke i seg selv og på isolert grunnlag uten videre medfører konsolidering etter forhindringsalternativet. Det er imidlertid omstendigheter rundt det foreliggende tilfellet som etter børsens vurdering danner grunnlag for en nærmere vurdering av konsolideringss spørsmålet. Det vises blant annet til at:

- Foruten å regulere betingelsene for fremsettelse av Cermaqs frivillige tilbud på aksjer i Copeinca, regulerer transaksjonsavtalen mellom Copeinca og Cermaq vilkår for (i) utstedelse av et betydelig antall Copeinca-aksjer til Cermaq gjennom en rettet emisjon, (ii) salg av målselskapets egne aksjer til Cermaq og (iii) betinget kjøp av aksjer fra eksisterende aksjonærer, herunder Dyer og Welheim. Avtalen med eksisterende aksjonærer vedrørende kjøp av aksjer som nevnt i (iii), ble inngått samtidig med transaksjonsavtalen og utgjør en del av samme avtaleverk.
- Avtalen om betinget kjøp av Copeinca-aksjene fra visse eksisterende aksjonærer («Shareholder SPA») innebærer en rett for Dyer og Welheim til delvis oppgjør i form av Cermaq-aksjer (opp til 60 %). En slik særlig rett ble ikke tilbudt aksjonærene for øvrig gjennom det frivillige tilbudet. Avtalen innebærer også visse lock up-forpliktelser for Dyer og Welheim.
- I transaksjonsavtalen og Shareholder SPAen forplikter Copeinca og de selgende aksjonærer seg til å legge til rett for/stemme for at Cermaq får én representant inn i styret i Copeinca. På ordinær generalforsamling avholdt i selskapet den 12. april ble konsernsjef i Cermaq, Jon Hindar, valgt inn som styremedlem i Copeinca.

- Tilsvarende forplikter Cermaq seg gjennom Shareholder SPAen til å legge til rette for at styreformann i Copeinca og nærstående til Dyer, Samuel Dyer Coriat, blir representert i Cermaq-styret. Samuel Dyer Coriat ble valgt inn i Cermaq-styret på ordinær generalforsamling avholdt 21. mai 2013, dog betinget av og med virkning fra gjennomføring av Cermaqs frivillige tilbud om kjøp av aksjer i Copeinca.

På bakgrunn av de ovennevnte forhold kan det stilles spørsmål ved om Cermaq, Copeinca, Dyer og/eller Weilheim gjennomførte tiltak som gikk utover det å legge til rette for et bud fra Cermaq. Spørsmål får ytterligere relevans tatt i betraktning Cermaq og Copeincas kommunikasjonen til markedet da det den 23. mai 2013 ble klart at det frivillige tilbudet fra Cermaq ikke ville bli gjennomført. Det fremgår av børsmelding fra Cermaq ASA offentliggjort kl 16:26 den aktuelle dato at:

«Styret besluttet samtidig ikke å akseptere det nåværende frivillige tilbudet fra China Fishery Group. Cermaq vil støtte at styret i Copeinca utforsker verdiskapende løsninger for selskapets aksjonærer.»

Av en børsmelding fra Copeinca av samme dato offentliggjort kl. 17.56 fremgår:

“The Board has been informed by each of Dyer Coriat Holding SL ("DCH") and Weilheim Investments SL ("Weilheim") that each of them will not accept the current offer from CFGL. Together with the announcement from Cermaq, this means that shareholders controlling 51.5% of Copeinca's outstanding shares will not accept the current offer from CFGL and the Board consequently recognises that the CFGL offer condition of minimum 50.1% acceptance will not be satisfied.

The Board will reinitiate a process which will seek to maximise value for all Copeinca's shareholders by soliciting interest from parties potentially interested in acquiring Copeinca. The Board is confident that Cermaq, DCH and/or Weilheim would consider favourably any transaction that may result from such process, provided that this would be in the best interest of all Copeinca's shareholders.»

Det skal bemerkes at børsen er av den oppfatning at vurderingstemaet også omfatter Cermaqs eventuelle nærstående relasjon til målselskapet Copeinca. Tatt i betraktning at Copeinca solgte samtlige egne aksjer til Cermaq som et ledd i de avtalte transaksjoner, er dette riktignok av mindre betydning i forhold til beregningen av den eventuelt konsoliderte gruppens samlede aksjeinnehav. De forpliktelser som forelå mellom Cermaq og Copeinca er imidlertid utvilsomt relevant i forhold til helhetsvurderingen som må foretas ved spørsmålet av om det kan være grunnlag for konsolidering mellom Cermaq, Dyer og/eller Weilheim.

4. Informasjon/dokumentasjon

For å belyse de spørsmål børsen i egenskap av tilbudsmyndighet skal vurdere, bes det om følgende:

- i. En begrunnet redegjørelse for om Cermaq hadde et nærstående forhold til Copeinca, Dyer og/eller Weilheim som omfattet av vphl. 2-5 nr. 5 med utgangspunkt i redegjørelsen for det rettslige utgangspunkt gjengitt ovenfor.
- ii. All dokumentasjon lagt frem for styret i Cermaq som relaterer seg til tilbudet fra GSI eller fremsettelsen av selskapet eget frivillig tilbud om kjøp av aksjer i Copeinca, herunder kjøp fra Dyer og/eller Weilheim.
- iii. Protokoller fra samtlige styremøter avholdt i Cermaq i perioden 13. mars 2013 og frem til dags dato.

- iv. En redegjørelse for kommunikasjon mellom Cermaq og Copeinca, Dyer og/eller Weilheim etter generalforsamlingen avholdt 21. mai 2013 og frem til utløpet av tilbudet fra GSI den 24. mai 2013.
- v. Tilbakemelding på hvorfor enkelte av transaksjonene regulert av Shareholder SPA ble gjennomført tidligere enn avtalt, jf. børsmelding av 26. april 2013. Børsen savner for øvrig en angivelse av denne transaksjonen i Cermaqs brev av 6. juni 2013. I den grad det er gjort andre erverv utenfor børs som børsen ikke allerede er opplyst om, bes det om at dette oppgis.
- vi. En redegjørelse for om Cermaq i perioden etter [13. mars 2013] har henvendt seg til andre Copeinca-aksjonærer enn de som er omfattet av Shareholder SPA, med forespørsel om kjøp av aksjer.
- vii. En nærmere redegjørelse for bakgrunnen for at Cermaq, Dyer og Weilheim den 27. mai 2013 inngikk en avtale om å varsle hverandre ved eventuelt salg av aksjer i Copeinca.
- viii. En redegjørelse for eventuelle andre avtaler/ forpliktelser som gjelder/har eksistert mellom partene utover transaksjonsavtalen og Shareholder SPA i perioden fra 13. mars 2013 og frem til i dag.
- ix. Annen informasjon som må antas å ha betydning for spørsmålet om Cermaq skal konsolideres med Copeinca, Dyer og/eller Weilheim.

Det bes om slik skriftlig redegjørelse/informasjon innen utløpet av fredag 14. mai 2013. Vi etterspør denne informasjonen i egenskap av å være tilbudsmyndighet, jf. vphl. § 15-4.

Brev fra Cermaq ASA til Oslo Børs 18.06.2013:

Vi viser til korrespondanse mellom Cermaq ASA ("Cermaq") og Oslo Børs vedrørende ovennevnte, sist brev fra Oslo Børs 11. juni og telefonsamtale 12. juni 2013. Vi representerer Cermaq.

Børsen stiller en rekke spørsmål som søkes besvart i dette brevet. Spørsmålene er stilt under henvisning til verdipapirhandelloven § 15-4, som gir tilbudsmyndigheten hjemmel til å kreve opplysninger «*som kan ha betydning for spørsmål som omfattes av kapittel 6*». Vi forstår det slik at børsens undersøkelser knytter seg til om det foreligger grunnlag for tilbudsplikt på Copeinca ASA ("Copeinca").

Børsens angir innledningsvis i pkt 3 vurderingstemaet i saken på følgende måte: «*om de avtaler Cermaq inngikk med Copeinca, Dyer og Welheim den 4. april 2013 dannet grunnlag for et samarbeid om å forhindre eller vanskeliggjøre GSIs frivillige tilbud på aksjer i Copeinca, evt. om avtalene sett sammen med andre omstendigheter og etterfølgende hendelser kan utgjøre et slikt samarbeid.*»

Senere i samme punkt formulerer børsen spørsmålet slik: «*... om Cermaq, Copeinca, Dyer og/eller Welheim gjennomførte tiltak som gikk utover det å legge til rette for et bud fra Cermaq*». Vi antar at denne formuleringen er ment å reflektere det samme vurderingstema som angitt av børsen innledningsvis.

Etter samtale med Oslo Børs 12. juni 2013 oppfatter vi at det er enighet om at den relevante problemstilling for vurdering av eventuell tilbudsplikt er om det på ved avtalene av 4. april 2013, eventuelt frem mot siste handel i Copeinca-aksjer foretatt av Cermaq 7. mai 2013, forelå et

forpliktende samarbeid mellom parter som samlet hadde et aksjeinnhav på over tilbudspliktterskelen.

Dette innebærer at hendelser, kommunikasjon mv. på senere tidspunkter kun har relevans i den utstrekning disse kan kaste lys over vurderingen av om det forelå et forpliktende samarbeid *før* 7. mai. Eventuelt forpliktende samarbeid etablert etter 7. mai har i seg selv ingen betydning for vurderingen av om det foreligger tilbudsplikt.

Med hensyn til det rettslige vurderingstema noterer vi oss at Oslo Børs refererer til de generelle formuleringene i direktivet om overtakelsestilbud art 2(1)(d) knyttet til «frustrating ... a bid», og anfører at den norske lovtekstens bruk av ordet «herunder» ikke kan «forstås uttrykkelig». Det er noe uklart for oss hva Oslo Børs ønsker å få frem på dette punkt. Vårt utgangspunkt er at formuleringen i verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5 gir et adekvat utgangspunkt for konsolideringsvurderingen. Vi noterer oss at direktivet ikke like tydelig som den norske lovteksten presiserer at også hindring/vanskeliggjøring av et bud må skje ved *bruk av aksjonærrettigheter*, men antar at den norske lovtekstens formulering reelt sett er i samsvar med direktivet, jf. også forutsetningene i forarbeidene. Mer detaljerte vurderinger på dette punkt antas som utgangspunkt ikke å ha noen betydning for den foreliggende sak, og vi går ikke nærmere inn på dette.

Generelt påpeker vi imidlertid at Oslo Børs så langt ikke har vært veldig transparent med hensyn til hva som er kjernen i de pågående undersøkelser, verken med hensyn til rettsregler eller faktum. Dersom Oslo Børs finner grunnlag for å gå videre med sine undersøkelser vedrørende mulig tilbudsplikt, anmoder vi derfor om en ny anledning til å gi våre merknader når problemstillingene for børsen er nærmere presisert, og *før* det eventuelt skulle komme på tale å utforme et forhåndsvarsel om vedtak.

Med hensyn til faktum finner vi overordnet grunn til å fremheve følgende:

- Forholdet mellom Cermaq, Copeinca og Dyer Coriat Holding SL and Weilheim Investments SL ("Dyer/Weilheim") i den relevante perioden har vært utførlig omtalt i børsmeldinger, og det er verken i forhold til Oslo Børs eller markedet lagt skjul på noe. For Cermaq fremstår det som uforståelig at noen av de beskrevne forhold skulle utløse tilbudsplikt. Oslo Børs synes heller ikke å ha reagert på de opplysninger som ble offentliggjort.
- Det ble i Cermaqs ordinære generalforsamling 21. mai 2013 ikke oppnådd tilstrekkelig flertall for å gjennomføre fortrinnsrettsemisjon til finansiering av oppkjøpet av Copeinca, og Cermaq meldte på denne bakgrunn 23. mai 2013 at budet på Copeinca ikke ville bli gjennomført. Dette medførte en betydelig endring i de forutsetninger som lå til grunn for avtalene av 4. april 2013. Cermaqs primære interesse etter dette tidspunkt er å maksimere verdien av egen aksjebeholdning i Copeinca. Hendelser etter 21. mai 2013 er på denne bakgrunn i svært begrenset utstrekning egnet til å kaste lys over relasjonen mellom Cermaq, Copeinca og Dyer/Weilheim 4. april 2013.
- Styret i Copeinca valgte å anbefale budet fra Cermaq, og ikke budet fra Grand Success Investments (Singapore) Private Limited ("GSI"), jf. børsmeldinger av 5. april 2013. I tråd med dette inngikk Copeinca en transaksjonsavtale med Cermaq, og gjorde en rettet emisjon mot Cermaq. Vi går ikke inn på spørsmålet om et målselskap ved en slik fremgangsmåte kan sies å *forhindre eller vanskeliggjøre* det første tilbudet. Dette er etter vårt skjønn et spørsmål om hvilken handlefrihet styret i et målselskap har i overtagelsessituasjon, som i utgangspunktet reguleres av andre regelsett enn tilbudspliktreglene. En eventuell konsolidering mellom Copeinca og Cermaq har uansett ingen betydning for spørsmålet om tilbudsplikt, jf. nærmere under pkt. (i) nedenfor.

På denne bakgrunn besvares børsens spørsmål i det følgende.

- (i) *En begrunnet redegjørelse for om Cermaq hadde et nærstående forhold til Copeinca, Dyer og/eller Weilheim som omfattet av vphl. § 2-5 nr. 5 med utgangspunkt i redegjørelsen for det rettslige utgangspunkt gjengitt over.*

Vi oppfatter spørsmål (i) slik at dette dreier seg om i hvilken utstrekning det pr. 4. april eller i perioden frem mot 7. mai 2013 forelå et forpliktende samarbeid mellom Cermaq og andre aksjonærer i Copeinca med en samlet eierandel på over tilbudspliktterskelen på 1/3.

Spørsmål om eventuelt samarbeid med Copeinca antas kun å være relevant i den utstrekning dette er egnet til å belyse nevnte problemstilling. Copeinca solgte alle sine egne aksjer til Cermaq den 4. april 2013, og en eventuell konsolidering med Copeinca øker dermed ikke den samlede eierandel i Copeinca ut over det Cermaq eier alene.

Børsen uttaler avslutningsvis i pkt 3 at «[t]att i betraktning at Copeinca solgte samtlige egne aksjer til Cermaq som et ledd i de avtale transaksjoner, er dette riktignok av mindre betydning i forhold til beregningen av den eventuelt konsoliderte gruppens samlede aksjeinnehav. De forpliktelser som forelå mellom Cermaq og Copeinca er imidlertid utvilsomt relevant i forhold til helhetsvurderingen som må foretas ved spørsmålet om det kan være grunnlag for konsolidering mellom Cermaq, Dyer og/eller Weilheim». Basert på samtale med børsen 12. juni oppfatter vi det slik at børsen med dette har ment å gi uttrykk for det samme som angitt over.

Vi foretar dermed ingen nærmere redegjørelse for hvilken utstrekning det foreligger rettslig grunnlag for å konsolidere Cermaq med Copeinca.

Med hensyn til relasjonen mellom Copeinca og Cermaq pr. 4. april vises til tilbudsdokument 29. april 2013, godkjent av Oslo Børs:

"The Offeror contacted the Copeinca Board of Directors on 1 March 2013 with the intention to explore a possible acquisition of Copeinca. After further investigations related to Copeinca's operations, financials and legal matters, as presented by Copeinca in a data room containing Copeinca-related information. Cermaq entered on 4 April 2013, a Transaction Agreement with Copeinca to acquire 11,700,000 new Shares at a price of NOK 59.70 per share through a directed issue, which was registered in the Norwegian Register of Business Enterprises on 5 April 2013, and 852,993 Shares at a price of NOK 59.70 per share previously held by Copeinca's subsidiary Corporacion Pesquera Inca S.A.C. which were acquired on 4 April 2013. Cermaq waived the right to receive any dividends on these 12,552,993 Shares.

Pursuant to the Transaction Agreement, the Copeinca Board agreed to announce a recommendation of the Offer, which could only be withdrawn, modified or amended to the extent required by applicable law or the Copeinca Board's fiduciary duties. The Transaction Agreement contains undertakings by the Board of Copeinca to, until the Offer is completed or has lapsed, conduct the business of Copeinca in the ordinary course, including i.a to refrain from paying material extraordinary fees, make material investments, make distributions to shareholders (other than the dividend resolved on 12 April 2013), merge or demerge or restructure Copeinca, change accounting standards, incur or amend third party financial indebtedness and similar actions. The Transaction Agreement contains a confirmation from Copeinca that the information presented by Copeinca concerning its operational, financial and legal matters was true, complete accurate. Cermaq and Copeinca

also agree to both use all reasonable efforts to ensure that the closing conditions of this Offer are satisfied."

Det var ingen avtaler, forutsetninger eller lignende mellom Cermaq og Copeinca om at Cermaq skulle etablere noe forpliktende samarbeid som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5 med aksjonærer i Copeinca.

Derimot ble avtalen med Copeinca som kjent inngått samtidig med at Cermaq inngikk avtale om erverv av aksjer fra Dyer/Weilheim, betinget av gjennomføring av frivillig tilbud på Copeinca. Dette er beskrevet på følgende måte i nevnte tilbudsdokument:

"On 4 April 2013, Shareholders, including Dyer Coriat Holding SL and Weilheim Investments SL, holding 22,663,230 Shares entered into irrevocable agreements to sell their Shares to Cermaq for a consideration of NOK 59.70 per Share with minimum 40% to be paid in cash and the remainder to be paid in shares of Cermaq, and Shareholders holding 342,373 Shares entered into irrevocable agreements to sell their Shares to Cermaq for NOK 59.70 in cash. Dyer Coriat Holding SL and Weilheim Investments SL have undertaken not to dispose of the consideration shares of the Offeror for a period of 24 months after completion of the Offer. The agreements contain a right for the sellers to be compensated if Cermaq acquires Copeinca-shares for a higher price than NOK 59.70 per share until expiry of the offer period in a mandatory offer. Cermaq has no intention to acquire shares at a higher price than NOK 59.70 from any party. Through the agreements, Cermaq also undertakes to use its best endeavours to ensure that Copeinca's chairman, Mr Samuel Dyer Coriat, is represented on the Board of Directors of Cermaq. The Sellers have also undertaken to use their best endeavours to ensure that a person nominated by Cermaq is elected to the Board of Directors of Copeinca, pursuant to which Cermaq's CEO, Mr Jon Hindar, was elected to the Copeinca Board on 12 April 2013. On 26 April 2013, Cermaq purchased the 342,373 Shares, mentioned above, for which Cermaq had entered into irrevocable purchase agreements with settlement in cash, including 46,000 Shares from Samuel Dyer Coriat and 11,000 Shares from Samuel Edward Dyer Ampudia who are board members of the Company at NOK 59.70 per share.

The above-mentioned acquired shares, together with purchases of 322,129 Shares purchased in the market at prices at or below NOK 59.70 per Share, currently provide Cermaq with an ownership of 18.8% of Copeinca. Together with the shares to be acquired pursuant to the irrevocable purchase agreements, Cermaq controls 51.1% of Copeinca's share capital subject to approval from the shareholders of Cermaq.

The following members of Copeinca's board of directors have interests in Dyer Coriat Holding SL or Weilheim Investments SL, with which Cermaq has entered into irrevocable agreements for the sale of Shares with:

- *Samuel Dyer Coriat, Chairman*
- *Samuel Edward Dyer Ampudia, Director*
- *Sheila Dyer, Director*
- *Luis Dyer Ampudia, Director"*

Avtalen mellom Cermaq og Dyer/Weilheim inneholdt altså følgende elementer:

- En ugjenkallelig forpliktelse for Dyer/Weilheim til å selge sine aksjer i Copeinca til Cermaq, men med rett til prisjustering i tilfelle høyere bud;
- 24 måneders lock-up for Dyer/Weilheims vederlagsaksjene i Cermaq;
- En forpliktelse for Cermaq til å medvirke til at Samuel Dyer Coriat ble valgt inn i styret i

- Cermaq;
- En forpliktelse for Dyer/Weilheim til å medvirke til at en person utpekt av Cermaq ble valgt inn i styret i Copeinca.

I tråd med merknadene i Cermaqs brev av 6. juni 2013 kan vi ikke se at noe av dette skulle være i nærheten av et forpliktende samarbeid i verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 58 forstand, heller ikke om det sees i sammenheng med transaksjonsavtalen.

Det faktum at Cermaq kjøper aksjene til Dyer/Weilheim er klart nok ikke noe forpliktende samarbeid om utøvelse av aksjonærrettigheter - snarere tvert om.

Samarbeidet med hensyn til styrevalget i Copeinca er som påpekt i brevet av 6. juni 2013 etter rettskildene nærmest et "skoleeksempel" på noe som ikke medfører konsolidering. Innføring av alternativet om konsolidering dersom et tilbud "forhindres eller vanskeliggjøres" kan ikke sees å medføre noen endring i dette - det blir temmelig konstruert å hevde at et samarbeid med sikte på å velge et styremedlem fra tilbyder innebærer at et eksisterende bud forhindres eller vanskeliggjøres, i hvert fall uten at det foreligger særskilte holdepunkter for dette. Formålet med å velge inn et styremedlem fra Cermaq i Copeinca var primært å sikre seg en rimelig representasjon i forhold til Cermaqs aksjeeie i selskapet, noe som fremstår som naturlig og legitimt. Dette skjedde klart nok ikke for å forhindre eller vanskeliggjøre budet fra GSI; dette var det - slik forholdene lå an - ikke noe behov for, og en slik tanke ble overhodet ikke tenkt hos Cermaq. Det er da heller ingen holdepunkter for at Jon Hindars styreposisjon ble benyttet på en slik måte.

Det faktum at Dyer/Weilheim fikk tilbud om delvis vederlag i aksjer i Cermaq innebærer at disse aksjonærene fremover ville ha et indirekte eierskap i Copeinca. Erverv av en indirekte eierposisjon innebærer heller ikke noe forpliktende samarbeid om utøvelse av aksjonærrettigheter i Copeinca.

Samlet sett fremstår det for oss som åpenbart at det ikke foreligger noe konsolideringsgrunnlag, også om man betrakter de nevnte forhold samlet. Vi merker oss at Oslo Børs heller ikke synes å ha sett dette som en problemstilling i forbindelse med kontrollen av tilbudsdocumentet.

- ii. All dokumentasjon lagt frem for styret i Cermaq som relaterer seg til tilbudet fra GSI eller fremsettelsen av selskapet eget frivillige tilbud om kjøp av aksjer i Copeinca, herunder kjøp av aksjer fra Dyer og/eller Weilheim.*

Se vedlegg (). Basert på telefonsamtale 12. juni har vi nøyhet oss med å fremlegge dokumentasjon som inneholder opplysninger som kan være relevant for problemstillingen i saken.

- iii. Protokoller fra samtlige styremøter avholdt i Cermaq i perioden 26. februar 2013 (annonsering av GSIs tilbud) og frem til dags dato.*

Se vedlegg (). Basert på telefonsamtale 12. juni har vi nøyhet oss med å fremlegge protokoller som inneholder opplysninger som kan være relevante for problemstillingen i saken.

- iv. En redegjørelse for kommunikasjon mellom Cermaq og Copeinca, Dyer og/eller Weilheim etter generalforsamlingen avholdt 21. mai 2013 og frem til utløpet av tilbudet fra GSI den 24. mai 2013.*

Etter at de foreslåtte emisjoner for å finansiere oppkjøpet av Copeinca ikke fikk nødvendig tilslutning i ordinær generalforsamling 21. mai 2013, endret Cermaqs forhold til Copeinca seg fundamentalt. Som påpekt over, ble det to dager senere børsmeldt at Cermaqs frivillige tilbud ikke ville bli gjennomført. Et salg av aksjeposten er et sannsynlig utfall, forutsatt at prisen som oppnås er i

samsvar med Cermaqs syn på aksjepostens verdi. Cermaq har samtidig ansett at salg av aksjene ikke har hast, og det har også vært aktører fremme med interesse for hele eller deler av Copeincas operasjonelle virksomhet. Cermaqs primære interesse etter 21. mai har imidlertid uansett vært å skaffe seg høyest mulig pris for sin aksjepost. For Cermaq betyr det dermed ikke noe hvem man selger til, om dette er GSI eller andre; Cermaqs eneste anliggende er verdimaksimering av aksjeposten. Cermaq kan i denne forbindelse naturligvis ikke vektlegge eventuelle preferanser styret eller enkelteiere i Copeinca måtte ha med hensyn til ny eier.

I denne forbindelse vil det naturlig nok ha betydning for Cermaq hvordan andre store aksjonærer i selskapet forholder seg. Cermaq har en stor aksjepost, noe som gir forhandlingsstyrke i forhold til budgivere. Ved å kommunisere med andre store aksjonærer og støtte en prosess koordinert av styret i Copeinca, kan Cermaq sørge for å bidra til denne forhandlingsstyrken. Vi understreker imidlertid at Cermaq i alle henseende står fritt med hensyn til hvordan selskapet vil handle.

Cermaq har vært opptatt av å sikre seg at det ikke etableres noe forpliktende samarbeid, herunder et samarbeid der budet fra GSI forhindres eller vanskeliggjøres, jf. nærmere under spørsmål viii nedenfor. Som påpekt tidligere er dette imidlertid ikke direkte relevant for de undersøkelser børsen nå foretar. Forutsetningene er fundamentalt endret i forhold til situasjonen pr. 4. april 2013, og kommunikasjonen i perioden etter den ordinære generalforsamlingen er dermed ikke egnet til å belyse relasjonen mellom Cermaq og Dyer/Weilheim på det tidspunkt transaksjonsavtalen ble inngått.

Det har i perioden fra ordinær generalforsamling 21. mai og frem til utløpet av tilbudet fra GSI 23. mai ikke vært noen formell skriftlig kommunikasjon mellom Cermaq og Dyer/Weilheim, ut over utveksling av utkast til den avtale som ble inngått 27. mai 2013, jf. spørsmål viii nedenfor. Det har imidlertid vært mer uformell kommunikasjon mellom enkeltpersoner. Hver av partene står fritt til å agere slik man ønsker, men man har ansett det å være i felles interesse å ha en løpende dialog rundt situasjonen, og slik sett samarbeide om et best mulig resultat. Hva som ligger i dette, vil imidlertid kunne være ulikt for Cermaq og Dyer/Weilheim, og for Cermaq er hensikten som påpekt over en maksimering av aksjonærverdien. Cermaq vurderte som et alternativ et operasjonelt samarbeid med Copeinca for å realisere synergier med EWOS, men dette ble det ikke noe av. Det har ikke vært aktuelt for Cermaq å inngå i et samarbeid med sikte på å hindre eller vanskeliggjøre bud fra en enkelt budgiver, og dette har da heller ikke på noe tidspunkt vært tema for kommunikasjonen.

Det faktum at partene fattet beslutninger hver for seg med hensyn til hvordan de skulle forholde seg til GSIs bud indikeres for så vidt av meldingen fra Copeinca 23. mai 2013 som sitert av Oslo Børs.

- v. *Tilbakemelding på hvorfor enkelte av transaksjonene regulert av Shareholder SPA ble gjennomført tidligere enn avtalt, jf. børs melding av 26. april 2013. Børsen savner for øvrig en angivelse av denne transaksjonen i Cermaqs brev av 6. juni 2013. I den grad det er gjort andre erverv utenfor børs som børsen ikke allerede er opplyst om, bes det om at dette oppgis.*

De aktuelle transaksjoner var omtalt på følgende måte i tilbuds dokumentet (pkt. 3):

"On 26 April 2013, Cermaq purchased the 342,373 Shares, mentioned above for which Cermaq had entered into irrevocable purchase agreements with settlement in cash, including 46,000 Shares from Samuel Dyer Coriat and 11,000 Shares from Samuel Edward Dyer Ampudia who are board members of the Company at NOK 59.70 per share."

Transaksjonene innebar i praksis at Cermaq frafalt betingelsen for ervervet for disse aksjene, og ble gjennomført for å synliggjøre Cermaqs evne og vilje til å gjennomføre sitt frivillige tilbud i markedet.

Cermaq har ikke gjort erverv utenfor børs ut over det som er opplyst i børsmeldinger, tilbudsdokumentet og korrespondanse med Oslo Børs.

vi. *En redegjørelse for om Cermaq i perioden etter 26. februar 2013 har henvendt seg til andre Copeinca-aksjonærer enn de som er omfattet av Shareholder SPA, med forespørsel kjøp av aksjer.*

Svaret på dette er nei. Selskapets finansielle rådgivere i ABG Sundal Collier gjorde imidlertid på et tidlig tidspunkt enkelte undersøkelser med tanke på muligheten for å erverve det begrensede antall depotbevis som fantes i Peru, for derigjennom å kunne forenkle eller unngå et eget peruviansk tilbud. Imidlertid ga lokale advokater overfor ABG Sundal Collier uttrykk for at det var uklart om peruvianske regler etter omstendighetene tillot erverv av slike depotbevis utenfor et formelt tilbudsdokument, og disse undersøkelser ble dermed avsluttet uten at noen kjøp ble gjennomført.

vii. *En nærmere redegjørelse for bakgrunnen for at Cermaq, Dyer og Weilheim den 27. mai 2013 inngikk en avtale om å varsle hverandre ved eventuelt salg av aksjer i Copeinca.*

Som påpekt ved besvarelsen av spørsmål iv. over, har Cermaq etter at finansiering av oppkjøpet av Copeinca ble stemt ned, søkt å maksimere sine aksjonærverdier. For å sikre en best mulig forhandlingssituasjon i tilfelle mulig fremtidige budgivere e.l., anser Cermaq det som viktig og hensiktsmessig å bli forhåndsorientert dersom Dyer/Weilheim skulle velge å selge sine aksjer. Det ligger ingen forutsetninger i avtalen om mulighet til å komme med innsigelser e.l. knyttet til et slikt varsel, og langt mindre føringer knyttet til hvordan partene skal stille seg til konkrete budgivere. Partene står altså fritt til å selge til hvem de vil, for hvilken pris de vil.

viii. *En redegjørelse for eventuelle andre avtaler/forpliktelser som gjelder/har eksistert mellom partene ut over transaksjonsavtalen og Shareholder SPA i perioden fra 26. februar 2013 og frem til i dag.*

Det har ikke eksistert andre avtaler/forpliktelser mellom partene i den aktuelle perioden.

ix. *Annen informasjon som må antas å ha betydning for spørsmålet om Cermaq skal konsolideres med Copeinca, Dyer og/eller Weilheim.*

Dette kjenner vi ikke til.

Brev fra Copeinca, DCH og Weilheim til Oslo Børs 18.06.2013:

Reference is made to your letters to Copeinca ASA ("Copeinca"), Dyer Coriat Holding S.L. ("DCH") and Weilheim Investment S.L. ("Weilheim"), respectively, all dated 11 June 2013.

We have represented Copeinca in respect to the recent take over situation following the announcement made by China Fishery Group Limited ("CFGL") on 26 February 2013. In connection with the entry into of the transaction agreement (the "Transaction Agreement") between Copeinca and Cermaq ASA ("Cermaq") dated 4 April 2013, a conditional share purchase agreement (the "SPA") was entered into between Cermaq and, among others, DCH and Weilheim, and we assisted DCH and Weilheim with respect to such SPA. Each of Weilheim and DCH has instructed us to also assist them with respect to your letter dated 11 June 2013.

On 26 February 2013, CFGL announced its intention to launch a voluntary offer for all the shares in Copeinca at a price of NOK 53.85 per share. The intended take-over offer by CFGL was made without

prior contact and discussions with the board of directors of Copeinca (the "Board"), but shareholders representing 25% of the shares, including many of the institutional investors, had entered into conditional pre-acceptances of the offer.

Following the announcement made by CFGL, Copeinca appointed UBS, DNB Markets and Carnegie as financial advisors, as disclosed to the market on 27 February and 4 March 2013. A process to maximize shareholder value and seek to obtain a more attractive bid from CFGL and other interested parties was initiated. Following the announcement of CFGL's intended offer, Copeinca undertook an extensive review of all available options in order to maximise value for all of Copeinca's shareholders. The key focus of this exercise was to engage in discussions with parties potentially interested in making an offer for all of the shares in Copeinca, on better terms than, and within the timeframe set by, CFGL's offer. The review was very thorough and resulted in discussions with a number of potential offerors and parties undertaking due diligence investigations of the Copeinca.

On 15 March 2013, a process agreement was entered into with Cermaq, with respect to a potential offer from Cermaq to acquire all the shares in Copeinca.

On 25 March 2013, Copeinca made an announcement as a response to an announcement by CFGL made on Copeinca's ticker in the afternoon on 22 March, relating to CFGL stating among others that it had received indications that the Board would use its authority to issue new shares and that CFGL had reasons to believe that the purpose of such a share issue would be to hinder or obstruct a successful offer of CFGL's offer. Copeinca announced in its response that it was pleased with the process of the discussions with parties interested in making an offer for all the shares of Copeinca at better terms than, and within the timeframe set, by CFGL's offer. Copeinca further stated that in the event of any shareholder concerns caused by CFGL's announcement on 22 March with regard to Copeinca's authorization to issue new shares, the Board wishes to express that it would only consider using this if deemed necessary to maximize the value for all Copeinca's shareholders, and that using the authorization simply to block CFGL's, or any other potential bidder's offer, without ensuring that a more favourable offer is presented to all Copeinca's shareholders, would not be considered by the Board. Copeinca thus made it clear to CFGL and the market that it was prepared to use the authority to issue new shares if this was made in conjunction with presenting a better offer to all shareholders of Copeinca.

In the evening of 4 April 2013, the Transaction Agreement and the SPA was entered into as disclosed to the market in the morning on 5 April 2013.

Pursuant to the Transaction Agreement and the SPA, Cermaq committed to launch a voluntary offer for all the shares in Copeinca and acquire the Copeinca shares of DCH and Weilheim (and certain other shareholders), all at a price of NOK 59.70 per share, and subscribe for 11,700,000 new shares in Copeinca at NOK 59.70 per shares, i.e. a total subscription price of NOK 698,490,000. Further, pursuant to a share purchase agreement entered into between Cermaq and Copeinca Pesquera Inca S.A.C, a Peruvian subsidiary of Copeinca, at the same time, Cermaq acquired 852,993 Copeinca shares from Copeinca's Copeinca Pesquera Inca S.A.C at a price of NOK 59.70 per share.

The price in the offer by Cermaq, represented a premium of 10.8% compared to the voluntary offer launched by CFGL and a premium of 42.8% to the closing price of Copeinca on 25 February 2013, being the date prior to the announcement of CFGL's offer.

In the board meeting of Copeinca held in the evening on 4 April 2013, the board discussed the reasons for entering into the Transaction Agreement and the need to complete the actions and agreements that follow from the Transaction Agreement. It was noted that the offer to be launched by Cermaq pursuant to the Transaction Agreement was significantly more attractive for Copeinca's

shareholders than the offer launched by CFGL, both when looking at price and the degree of certainty for completion. In this respect, it was noted that the Cermaq offer was subject only to a 50% acceptance condition, no other material conditions and had received support from the Norwegian government (a substantial shareholder in Cermaq), and documentation on the full underwriting of the rights offering required to finance the offer was presented. With the support of the Norwegian government and Folketrygfondet (as underwriter), the board of Copeinca thus considered that there was a very high likelihood for the offer from Cermaq being completed pursuant to the terms of the Transaction Agreement.

The undertaking to propose one person nominated by Cermaq to the Board, was accepted by the Board and each of DCH and Weilheim, since this was considered a reasonable request due to Cermaq subscribing to and becoming an approx 20% shareholder of Copeinca on 5 April 2013. As noted below there were no objections to this election at the later general meeting of Copeinca, except from CFGL. It was also considered to be in the best interest of the combined entity that subject to completion of the Offer, Samuel Dyer Coriat should become a director of Cermaq, to strengthen the board with required competence on the Copeinca business which would become a substantial new business for Cermaq.

It was also noted by the board that the offer price from Cermaq was above the maximum limit of USD 600 million as communicated consistently to the market by CFGL. Following the thorough review that had taken place since the announcement of the offer from CFGL, the transaction with Cermaq thus represented in the board's best judgment the most attractive transaction for the shareholders of Copeinca within the timeframe set by CFGL's offer. The financial advisors of the Company also provided their support to the entry into of the Transaction Agreement, and the board also received fairness opinions with respect to the offer.

The subscription by Cermaq of new shares was made possible by the authority granted to the Board in the annual general meeting of Copeinca held on 25 April 2012. The Board was, consequently, authorised by its shareholders to issue new shares in a take over situation, notwithstanding the restrictions on the target company in a takeover set out in the Norwegian Securities Trading Act Section 6-17. In addition, Copeinca Pesquera Inca S.A.C., sold 852,993 Copeinca shares to Cermaq, representing 1.2% of the shares in Copeinca. These own shares had been acquired by Copeinca Pesquera Inca under a share buy back program. It was considered to be in the best interest of Copeinca Pesquera Inca and the shareholders of Copeinca to sell these shares at a price of NOK 59.70 per share. In this respect it was also noted that the own shares were not sold by Copeinca, but by the Peruvian entity Copeinca Pesquera Inca and also that the general meeting of Copeinca had authorized the Board to issue new shares in a takeover situation.

The Board resolved the above after having considered the situation in detail, and found that as long as that the share issue and related transactions were resolved in order to ensure that a significantly more favourable offer was presented to all of Copeinca's shareholders and that the likelihood of completion of such offer was considered high, the transaction would be compliant with both the Norwegian Public Company Act and the Norwegian Securities Trading Act. In connection with resolving the share issue and entering into the Transaction Agreement, the board found that due to the thorough process, including the fact that the a potential use of the authority had been disclosed to the market, it was comfortable that the offer from Cermaq represented the best available offer for the shareholders of Copeinca within the timeline set by CFGL's offer. In this context it was also considered that the structure had precedents in the Norwegian market (Trico's acquisition of Deep Ocean ASA in 2008), a transaction that was considered by Oslo Børs, who did not object to the transaction structure and the related private placement, although Oslo Børs stated that it has a policy not to consider company law requirements in detail and not to overrule the judgements made by the issuer unless clearly arbitrary, grossly unreasonable or based on non-relevant factors.

It is also noted, that the announcement made by Copeinca was very well received by the market and that no objections were raised by the shareholders of Copeinca (nor by Oslo Børs) subsequent to the announcement of the transaction on 5 April 2013, including in the annual general meeting of Copeinca held on 12 April 2013. In this annual general meeting, the new board of Copeinca was elected including the appointment to the board of Mr Jon Hindar, the CEO of Cermaq, with 87.39% votes for and 11.9% votes against only (comprising generally the votes of CFGL which holds approx 8.22% of the outstanding shares of Copeinca).

On 30 April, Marine Harvest, unexpectedly for Copeinca, announced its intention to make an offer for Cermaq, provided that the annual general meeting of Cermaq, to be held on 21 May 2013, rejected the proposed equity issues necessary to acquire Copeinca.

In the morning on 21 May, CFGL announced to the market that it intended to launch a new offer for Copeinca, if its current offer was not completed, and that such new offer would be on similar terms but that CFGL *"will consider to increase the offer price to above NOK 59.70 per share in the New Offer"*.

In the early afternoon on 21 May 2013, the AGM of Cermaq narrowly rejected the proposal for the rights issue of Cermaq and the issue of consideration shares in Cermaq to the selling shareholders in Copeinca. Following the rejection at the AGM, there were discussions between Copeinca, DCH and Weilheim and Cermaq with respect to the situation and the status of the Transaction Agreement and the related SPA, including whether Cermaq would still pursue the transaction and its offer for Copeinca. Each of Cermaq, Weilheim and DCH were also interested in exploring whether any of them would accept the offer from CFGL, as that would imply that CFGL reached the 50.01% acceptance level, which again could potentially force the remaining minority shareholders to sell their shares in a mandatory offer. In these discussions it was also expressed by Copeinca that it would consider to reinstate a strategic process to attract new offers for Copeinca if the voluntary offer from CFGL should not be completed.

On 23 May 2013, Cermaq announced that it (i) withdrew its current voluntary offer for Copeinca (ii) would not accept the current offer for Copeinca from CFGL and (iii) would support an initiative by Copeinca to solicit interest from parties interested in Copeinca to maximize shareholder value. Later on the same date, following confirmation to the Board from each of Weilheim and DCH that neither of them would accept the offer from CFGL, Copeinca held a board meeting and provided an update to the market confirming that CFGL, consequently, would not reach the 50.01% acceptance level and that it would reinstate a process to seek to maximise value for all Copeinca's shareholders by soliciting interest from parties potentially interested in acquiring Copeinca

Weilheim and DCH declined the offer from CFGL, as communicated to the Board on 23 May 2013, since they believed that the value of Copeinca is higher than the offer of NOK 59.70. The reason each of them accepted to enter into an agreement to sell their shares to Cermaq at this price, was related to the fact that the alternative was to be forced to accept a mandatory offer from CFGL at NOK 53.85, as each of them were sceptical to continue as minority shareholders in Copeinca if CFGL should complete its voluntary offer. We fail to see how a request between three shareholders on whether they plan to tender their shares or not in an offer can be construed as to constitute a basis for consolidation, in particular as long as all three shareholders makes their own assessment and there are no agreements in place between the shareholders that obliges them not to sell their shares.

On 24 May 2013, CFGL announced the termination of its voluntary offer, which offer period expired in the evening of 23 May (after two extensions bringing the offer period up to the maximum of 10

weeks). CFGL noted that it has received acceptances of 13,214,382 Shares, including the pre-accepted shares, which together with the call option agreement of 6,295,100 shares and the 5,773,000 Shares owned by CFGL represented approximately

36.0% of the shares in Copeinca, and consequently that the acceptance level condition of its offer had not been met. CFGL reiterated that it was reviewing its options in light of the Cermaq and Copeinca announcements on 23 May 2013 and would update the market within due course in respect of a new possible offer.

Following the expiry of the CFGL offer, the Board advised UBS, DNB Markets and Carnegie to reinitiate the process and to contact potentially interested parties for an acquisition of Copeinca. The Board did in its considerations take into account the assumed dissatisfaction among its shareholders, including the institutional shareholders of Copeinca that had pre-accepted the offer from CFGL to create a liquidity event, with respect to both voluntary offers lapsing without being completed. It further took into consideration CFGL's announcement that it would consider to make a new offer, potentially at a higher price. The Board expressed to its advisors to reach out to CFGL and other potentially interested parties, and that the Board would be open for dialogue with CFGL and such other parties with the aim to achieve their highest possible offer for Copeinca.

On 27 May 2013, Cermaq, Weilheim and DCH entered into an agreement where they expressed that they would explore how to maximize the value of their shareholdings in Copeinca, and acknowledged that the Board of Copeinca would reinitiate a process to solicit interest from parties potentially interested in acquiring Copeinca. Further it was agreed, that none of the parties should sell (or enter into any agreement to sell) any of their shares in Copeinca without due prior consultation with the other Parties, and that if one Party wishes to sell its shares in Copeinca it shall provide the other Parties with 2 weeks prior written notice.

It has been confirmed to us by each of DCH and Weilheim, that except for the SPA and the agreement entered into on 27 May 2013, no other agreements have been entered into between any of Weilheim, DCH and/or Cermaq with respect to their shareholdings in Copeinca. Each of Weilheim and DCH has also confirmed to us that none of them have acquired any shares in Copeinca since 26 February 2013.

We believe that the above clarifies that Copeinca, Cermaq, DCH and/or Weilheim cannot be considered to be consolidated due to the agreements entered into on 4 April 2013 (or later agreements) as defined in the Securities Trading Act section 2-5 no. 5, and that the actions taken by each of DCH, Weilheim and Copeinca was all along intended to secure the highest possible offer for all the shareholders of Copeinca.

The Board has consistently acted to maximize the value for all of the shareholders in Copeinca and through its actions managed to achieve a bid which was 10.9 % higher than the offer from CFGL and with high probability of being completed. That such higher bid would "hinder" the original bid from CFGL follows naturally, but we cannot see that this may lead to consolidation under the Norwegian Securities Trading Act. That the offer from Cermaq was not completed was entirely linked to the unexpected bid from Marine Harvest.

Each of DCH and Weilheim has entered into an SPA with Cermaq to sell their shares at the price they considered as the highest possible price available in the current scenario. We fail to see that the fact that the consideration was agreed to be paid part in cash and part in shares in Cermaq, agreed prior to the announcement of the offer, is of relevance for the question of consolidation. Generally, an all cash offer is considered as better than a share offer, and as DCH and Weilheim sees it, this was a request from Cermaq related to their financing of the transaction, and since DCH and Weilheim

believed in the long terms synergies of the Cermaq transaction they were fine with this proposal and the related lock- up.

We are available to discuss, including requests for further information or documentation in this matter.

E-post fra Oslo Børs 25.06.2013:

Børsens konklusjon etter undersøkelser angående konsolidering og tilbudsplikt for Cermaq ASA

Viser til vårt brev av 11. juni der vi i egenskap av tilbudsmyndighet anmodet om redegjørelser, informasjon og dokumentasjon knyttet til om Cermaq ASA («Cermaq») har utløst tilbudsplikt i Copeinca ASA («Copeinca») på konsolidert basis.

Bakgrunnen var som kjent at Grand Success Investment (Singapore) Private Limited («GSI») hadde fremmet et frivillig tilbud på Copeinca og at Cermaq deretter inngikk avtaler med Copeinca, Dyer Coriat Holding S.L. («Dyer») og Weilheim Investments S.L. («Weilheim»). Tilbudet fra GSI var blant annet betinget av akseptgrad på 50, 1 %. Tilbudet fra GSI ble ikke gjennomført under henvisning til at betingelsen om akseptgrad ikke ble oppfylt. Vi har vurdert om Cermaq ved inngåelsen av disse avtalene eller senere, etablerte et forpliktende samarbeid med Dyer og/eller Weilheim for å vanskeliggjøre eller hindre det frivillige tilbudet fra GSI, jf. vphl. § 2-5 nr. 5. Vi har også sett hen til det samarbeid som ble etablert med Copeinca.

Cermaq har ervervet Copeinca-aksjer etter at de aktuelle avtaler med Dyer og Weilheim ble inngått. For det tilfellet at Cermaq var å anse som konsolidert med Dyer og/eller Weilheim kunne det vært grunnlag for tilbudsplikt for Cermaq, jf. vphl. § 6-6 (2).

Vi nevner for ordens skyld at vi også har vært i kontakt med Dyer, Weilheim og Copeinca i forbindelse med våre undersøkelser.

Basert på den informasjon og dokumentasjon vi har mottatt kan vi ikke se at det er grunnlag for å anse Cermaq for å være konsolidert med Dyer og/eller Weilheim gjennom etablering av et forpliktende samarbeid slik at tilbudsplikt vil utløses gjennom de kjøp som foretas i april og mai. Avtale om kjøp av aksjer, som Cermaq inngår med Dyer og Weilheim, vil i seg selv ikke innebære etablering av forpliktende samarbeid mellom kjøperen og selgeren for å vanskeliggjøre eller hindre tilbudet. Vi kan heller ikke se at de andre forpliktelsene som inngås mellom disse partene, eller at det foreligger andre forhold, som i seg selv eller samlet, er av en slik art eller omfang at Cermaq skal ansees konsolidert med Dyer og/eller Weilheim. Forpliktelsene som inngås mellom Cermaq, Dyer og Weilheim fremstår heller ikke å ha som formål å forhindre tilbudet fra GSI.

5.3.5 Frivillig tilbud etter reglene om pliktige tilbud – felles tilbydere – etterfølgende passering av terskel (brev av 19.11.2013)

Siem Industries Inc. og Topcon Corporation fremsatte i fellesskap frivillig tilbud på Veripos Inc. Tilbudet ble fremsatt etter reglene om pliktige tilbud. Tilbudsplikt utløses i utgangspunktet av ethvert erverv av aksjer der terskel for tilbudsplikt passerer. Det innebærer at dersom en tilbyder passerer terskel ved gjennomføring av et frivillig tilbud utløses tilbudsplikt. Det er midlertid et unntak i vphl. § 6-1 (1) 1. pkt der et frivillig tilbud er fremsatt i samsvar med reglene om pliktige tilbud (såkalt frivillig tilbud etter reglene om pliktige tilbud). I forbindelse med tilbudet på Veripos Inc. ble det vurdert om dette også gjelder der et frivillig tilbud etter reglene om pliktige tilbud fremsettes av tilbydere i fellesskap. Nedenfor er det inntatt en redegjørelse med tilbyders vurderinger av hvilke konsekvenser det får at

den enkelte part kommer over tilbudspliktgrensen, og om denne da kan nyte godt av unntaket fra tilbudsplikt selv om tilbudet er fremsatt i fellesskap. Oslo Børs var enig med tilbyder i at unntaket fra tilbudsplikt også kommer til anvendelse der den enkelte aksjonær alene passerer terskel.

Brev til Oslo Børs av 19.11.2013:

Det vises til børsens epost 15. november 2013 med anmodning om at vi sammen med første utkast til tilbudsdokument oversender en særskilt redegjørelse med tilbydernes vurderinger av hvilke konsekvenser det får at den enkelte tilbyder kommer over tilbudspliktgrensen, og om denne tilbyder da kan nyte godt av unntaket fra tilbudsplikt selv om tilbudet er fremsatt i fellesskap. Det er vist til at konsekvensene skal fremgå av tilbudsdokumentet, jf verdipapirhandelloven ("vphl") § 6-1(5) annen setning nr 3.

Vi representerer henholdsvis Siem Industries Inc. ("Siem") og Topcon Corporation ("Topcon").

Det er vår vurdering at Topcon og Siem hver for seg vil være unntatt fra tilbudsplikt ved eventuell passering av tilbudspliktgrense som følge av tilbudet fordi alle vilkårene i vphl § 6-1(5) annen setning vi være oppfylt. Denne vurderingen er reflektert i utkastet til tilbudsdokument. Vi redegjør nærmere for tolkningsspørsmålet nedenfor etter en kort beskrivelse av tilbudet og lovbestemmelsen.

1 OM TILBUDET

Tilbudet er planlagt fremsatt av Topcon og Siem i fellesskap. Mellom disse er det avtalt at aksjer som erverves under tilbudet vil bli fordelt likt, dog slik at Topcon vil erverve de første aksjene inntil de eier like mye som Siems 21,05 prosent. Overfor aksjonærene vil begge tilbydere stå ansvarlig fullt ut hver for seg. Dette skiller et slikt felles tilbud fra tilbud der én aksjonær fremmer et tilbud med en konsolidert gruppe bak seg. Det vises for øvrig til børsmelding 15. november.

Vanligvis etableres samarbeid om overtagelsestilbud gjennom å etablere et felleseiet selskap som gjøres til tilbyder. Utover Statoils og Norsk Hydros felles bud på Saga Petroleum i 1999 (se Vedtak og uttalelser side 73/1999) er det begrenset med praksis for felles tilbud. Topcon og Siem har etter en helhetsvurdering primært ønsket å organisere sitt samarbeid gjennom en aksjonæravtale i stedet for et felleseiet selskap, og har ikke sett tilbudspliktreglene eller hensynet til de øvrige aksjonærene som et hinder for det.

2 UNNTAKET FOR FRIVILLIG TILBUD FREMSATT ETTER REGLENE FOR PLIKTIG TILBUD

Verdipapirhandelloven § 6-1 (5) første setning presiserer at tilbudspliktreglene også gjelder dersom tilbyder har fremsatt et frivillig tilbud. Bakgrunnen er at frivillige tilbud ikke gir aksjonærene et tilbud på like gode vilkår som et pliktig tilbud. Frivillige tilbud stiller ikke krav til minste tilbudspris, tilbyder kan fritt og ensidig sette betingelser for tilbudet, og akseptperioden og oppgjørsfristen er romsligere. Dessuten vil aksjonærene i et frivillig tilbud ha en oppgjørsrisiko fordi det ikke kreves bankgaranti. Fordi tilbydere gjerne ønsker den fleksibilitet som ligger i frivillige tilbud, er det vanlig å gå veien om frivillig og deretter pliktig tilbud dersom det viser seg at det frivillige lykkes.

Etter annen setning gjelder tilbudsplikten etter første setning likevel ikke dersom følgende tre kumulative vilkår er oppfylt:

- 1. det frivillige tilbudet var fremsatt i samsvar med reglene om pliktige tilbud,*
- 2. tilbudspliktgrensen som nevnt i første ledd passerer som følge av tilbudet, og*

3. det var opplyst i tilbudsokumentet at det frivillige tilbudet fremsettes i samsvar med reglene om pliktige tilbud, og at dette medfører at det ikke vil inntre tilbudsplikt selv om tilbudspliktgrensen som nevnt i første ledd passerer som følge av tilbudet.

Unntaket forener hensynet til aksjonærene med tilbyders behov for å kunne gjennomføre ett tilbud uten fordyrende og forlengende prosesser ved å skulle fremsette samme tilbud to ganger. Unntaket oppfyller også EUs overtagelsestilbudsdirektiv art. 5(2). Det må også sies å støtte opp under ett av hovedprinsippene i direktivet om at målselskapets aktiviteter ikke skal bli forstyrret lenger enn nødvendig ved et tilbud, jf direktivet art. 3(1)f. Det vises blant annet til at begrensningene i målselskapets handlefrihet i vphl § 6-17 vil strekke seg over langt flere uker når tilbud må gjentas.

Unntaksregelen innebærer at aksjonærene må forholde seg til kontrollskiftet som en eventualitet når de skal vurdere det frivillige tilbudet. Aksjonærene vil ikke vite om tilbyder faktisk vil passere en tilbudspliktterskel og eventuelt hvilken terskel. Dette i motsetning til ordinære pliktige tilbud der i hvert fall én tilbudspliktterskel er passert.

Etter vilkår 2) vil det være tilbudsplikt ved senere erverv dersom tilbudspliktgrensen ikke passerer ved tilbudet, eller for de grensene som eventuelt ikke passerer. Dette gjelder om terskelen passerer henholdsvis som en gruppe, av enkeltaksjonær eller som delgruppe. Oslo Børs har lagt til grunn at tilknytningen mellom erverv og tilbud, jf "*som følge av tilbudet*" også omfatter aksjer ervervet i forbindelse med, men utenfor tilbudet for eksempel gjennom forhåndsaksepter eller på annen måte, jf Vedtak og uttalelser 2009 pkt 6.2.3 der det heter:

"Forutsatt at øvrige vilkår for unntaket er oppfylt, og at aksjene ikke erverves til høyere pris enn tilbudsprisen, kan slike erverv utenfor tilbudet foretas uten å begrense unntaksadgangen"

Vilkår 3) skal sørge for at aksjonærene kan foreta et informert valg. Forarbeidene understreker betydningen av dette vilkåret, jf NOU 2005:17 side 46 og 75.

3 GJELDER UNNTAKET FOR HVER TILBYDER NÅR TILBUDET FREMSETTES AV FLERE?

Ordlyden i hovedregelen viser til tilbud som er fremsatt av "*erververen*", jf. første setning, og som er det tilbud vilkår 2 viser til. Både Topcon og Siem vil være tilbydere og eventuelt erververe som passerer tilbudspliktgrensen og vil derfor hver for seg etter ordlyden omfattes av unntaket. Spørsmålet er om det skal innfortolkes et krav om at det er erververen *alene* som har fremmet et slikt tilbud. Det faktum at lovteksten gjennomgående bruker entallsform kan neppe være noen indikasjon på en slik forutsetning. Ordlyden i tilbudspliktdirektivet artikkel 5 (2) peker heller ikke i retning av noen slik begrensning eller forutsetning: "*Where control has been acquired following a voluntary bid made in accordance with this Directive to all the holders of securities for all their holdings the obligation laid down in paragraph 1 to launch a bid shall no longer apply*". Ordlyden fokuserer her på at en tilstrekkelig eierandel er oppnådd gjennom et frivillig tilbud, uten hensyn til om budet har vært fremsatt av én tilbyder eller flere i felleskap. Forarbeidene gir heller ingen veiledning, uten som nevnt fremhevelsen av informasjonsvilkåret i NOU 2005:17. I mangel av tydelige holdepunkter blir dette et spørsmål om et felles tilbud har mangler som gjør at det står tilbake for tilbud fra én tilbyder hva gjelder interessene til aksjonærene som har rett til et pliktig tilbud.

Et felles tilbud etter reglene for pliktige tilbud vil ha alle de kjennetegn og rettigheter for øvrige aksjonærer som et tilbud fra én av dem ville hatt; pris, garanti, fravær av betingelser, tilbuds- og oppgjørperiode. Som nevnt vil begge tilbydere stå ansvarlige overfor aksjonærene fullt ut. Usikkerheten til utfallet av tilbudet vil være like stort i et tilbud fra en aksjonær som et felles tilbud.

Aksjonærene vil videre i tilbudsokumentet bli informert om at tilbudspliktsgrensene gjelder for hver av tilbyderne, og sjansen for at et etterfølgende pliktig tilbud blir fremsatt kan dermed vurderes opp mot tilbudsprisen og vilkårene forøvrig.

Vi ser da bort fra at den andre aksjonæren i det felles tilbudet ikke vil motta tilbudet. Denne ville jo naturligvis være innforstått med denne konsekvensen. Man velger jo selv om man vil delta i et felles tilbud.

En alternativ fremgangsmåte der tolkningsspørsmålet ikke ville kommet opp, ville vært om Siem og Topcon parallelt fremmet hvert sitt likelydende tilbud etter reglene om pliktige tilbud. Under gjennomføring av tilbudet kunne de foreta overføringer som ga den aksjefordeling de ønsket. Som nevnt ovenfor ville formentlig slike overføringer måtte anses som ledd i passering "*som følge av tilbudet*", jf Vedtak og uttalelser 2009 pkt 6.2.3 og derved ikke kunne utløse tilbudsplikt. En slik alternativ fremgangsmåte ville gitt en langt mer uoversiktlig situasjon uten at det i forhold til et felles bud ville gitt de øvrige aksjonærene noen ytterligere goder.

For ordens skyld nevnes at for å kunne fremsette tilbud i USA, hvilket planlegges her, er det ikke anledning til å erverve aksjer utenfor tilbudet.

Et annet alternativ ville som nevnt vært at Topcon og Siem etablerte et felles selskap som tilbyder. Det er også vanskelig å se at aksjonærene ville være bedre stilt i forhold til de rettigheter et pliktig tilbud gir enn ved et felles tilbud. Tvert imot vil en eventuell tilbudsplikt ved senere erverv (40 prosent og 50 prosentterskel) bare bli utløst ved fellesselskapets passering av terskel, og ikke hver enkelt at de to aksjonærene.

For endelig å konkludere vil også være spørsmål om det ligger noen fare for uthuling av tilbudsplikten ved at et felles bud gir unntak for gruppens enkeltdeltagere. Vi har vanskelig for å se det. Selv for et tenkt felles tilbud med mange tilbydere vil fritaket bare gjelde for den/de som faktisk passerer terskelen, jf vilkår 2.

Vi har ut fra dette lagt til grunn at unntaket fra tilbudsplikt etter vphl § 6-1(5) annen setning etter et felles frivillig tilbud fremsatt etter reglene om pliktige tilbud, vil gjøre at også tilbyderne enkeltvis vil være fritatt fra tilbudsplikt ved passering av tilbudsplikterskler som følge av tilbudet. Forutsetningen er at det gis opplysninger som i vilkår 3 i bestemmelsen.

5.3.6 Exemption from the Norwegian rules on take-over bids – Atlantic Petroleum (vedtak av 25.11.2013)

We refer to letter dated 24 October 2013 regarding application for exemption from Norwegian take-over rules in respect of P/F Atlantic Petroleum ("Atlantic Petroleum" or the "Company") and subsequent e-mail correspondence.

The rules on take-over bids are set out in chapter 6 of the Norwegian Securities Trading Act ("STA").

Section 6-23 of the STA states:

"Section 6–23 Takeover bids with links to more than one state

(1) The provisions of this chapter apply equally in relation to
1. companies with their registered office in another state whose shares or other securities comparable to shares are not quoted on a regulated market in the state in which the company has its registered office but on a Norwegian regulated market, and

2. companies with their registered office in Norway whose shares are quoted on a regulated market in another EEA state.

(2) The ministry may in cases as mentioned in subsection (1) lay down further regulations on the application of the provisions of this chapter as well as on the takeover supervisory authority and choice of law.

(3) The takeover supervisory authority may by individual decision make exception from some or all of the provisions of this chapter in the case of companies with their registered office in Norway whose shares are quoted on a regulated market both in Norway and a state outside the EEA. The same applies in relation to companies with their registered office in a state outside the EEA whose shares are quoted on a regulated market in Norway.

Oslo Børs ASA is the take-over supervisory authority in respect of companies listed on Oslo Børs or Oslo Axess.

Atlantic Petroleum is a Faroese public limited liability company. Hence, it is a company with registered office outside the EEA.

Atlantic Petroleum is not listed on a regulated market in the state in which the company has its registered office (Faroe Islands).

Atlantic Petroleum is primary listed on NASDAQ OMX Iceland, a regulated market in Iceland.

Atlantic Petroleum is secondary listed on Nasdaq OMX Copenhagen, a regulated market in Denmark.

Atlantic Petroleum has applied for admission to listing on Oslo Børs, alternatively Oslo Axess.

Atlantic Petroleum intends to become de-listed from NASDAQ OMX Iceland in connection with the listing on Oslo Børs or Oslo Axess. Following such delisting, Atlantic Petroleum will be primary listed on Nasdaq OMX Copenhagen.

The listing on Oslo Børs or Oslo Axess will be a secondary listing.

The Icelandic Financial Supervisory Authority (FME), acting as Icelandic take-over supervisory authority, has in letter dated 21 November stated that Icelandic take-over rules shall not apply in relation to Atlantic Petroleum during the period until its shares have been formally de-listed from NASDAQ OMX Iceland.

As a consequence of the Icelandic take-over rules ceasing to be applicable, the Danish rules on take-over bids will be applicable in relation to Atlantic Petroleum.

Following the listing on Oslo Børs or Oslo Axess, the Norwegian rules on take-over bids will be applicable in relation to Atlantic Petroleum. However, Oslo Børs, in capacity as take-over supervisory authority, may decide to make exception from all or some of the provisions of the Norwegian rules on take-over bids in relation to companies with their registered office in a state outside the EEA, cf. the STA section 6-23, third paragraph.

Atlantic Petroleum has applied for an exemption from all provisions regulating voluntary and mandatory takeover bids in chapter 6 of the STA.

In connection with this application Oslo Børs has also obtained information from the take-over supervisory authority of Denmark regarding Danish take-over rules.

On this basis, Oslo Børs, in capacity as take-over supervisory authority, has resolved to exempt Atlantic Petroleum from all provisions regulating voluntary and mandatory takeover bids in Chapter 6 of the STA, cf. Section 6-23, third paragraph. Oslo Børs has particularly emphasized that the company due to the listing on a regulated market in Denmark is subject to the Danish rules on take-over bids. The exemption is only effective provided Danish take-over rules apply in relation to Atlantic Petroleum. Should Danish take-over rules cease to be applicable, Atlantic Petroleum must notify Oslo Børs. Such notification shall be made prior to the event becoming effective and as early as possible.

Atlantic Petroleum shall make this decision and the implications of the decision public.

5.3.7 Mandatory offer Songa Offshore SE – grensekryssende tilbud, tilbudets omfang (e-post 11.12.2013)

We refer to the draft offer document received by Oslo Børs on 3 December 2013 relating to a potential mandatory offer to acquire shares in Songa Offshore SE ("Songa") made by Perestroika AS ("Perestroika").

Songa is a public limited liability company registered in Cyprus with its shares listed on Oslo Børs and the offer is therefore subject to the EU/EEA rules regarding shared jurisdiction/choice of law. Thus, matters of legal nature related to the bidding process, including matters relating to the consideration offered in connection with the bid, and matters relating to the bid procedure, in particular the information on the offeror's decision to make an offer, the contents of the offer document and the disclosure of the offer, are subject to Norwegian jurisdiction, while matters of legal nature relating to employees and company law questions, in particular the percentage of voting rights which confers control and any derogation from the obligation to launch a bid, as well as the conditions under which the board of Songa may undertake any action which might result in the frustration of the offer, are subject to Cypriot Take-over Law and subject to the supervision of the Cyprus Securities and Exchange Commission (the "Cysec") in its capacity as the takeover supervisory authority of Cyprus. The draft offer document will be reviewed by Oslo Børs as the content of the offer document falls within the jurisdiction of Norway. However, Cysec has on our request reviewed the sections of the offer document dealing with the Cyprus Law.

According to the draft offer document the transaction that triggers the mandatory offer obligation is a part of a comprehensive refinancing plan, which inter alia includes the following elements:

- i) An equity issue through a private placement at a fixed price of NOK 2,50 per share, guaranteed in full by Perestroika and certain other shareholders (the "Private Placement")
- ii) A subsequent repair offering (the "Repair offering")
- iii) An issue of convertible bonds through a private placement of bonds (the "Convertible Bond Issue").

Perestroika has been given conditional allocation of 378,538, 000 shares in the Private Placement, and will, if the Private Placement is completed, together with related parties hold shares corresponding to 53, 98 % of Songa's share capital following completion of the Private Placement. In addition, Perestroika has been allocated convertible bonds corresponding to a potential issue of an additional 147, 358, 520 shares in Songa to Perestroika which will allow Perestroika and related parties to maintain an ownership percentage of at least 50.1 % also following a full conversion of the convertible bonds.

The Private Placement, the Repair Offering and the Convertible Bond Issue are subject to the approval by an extraordinary meeting of Songa, which is scheduled to be held on 18 December 2013 ("the EGM"). However, as part of the underwriting agreement between Perestroika and Songa in connection with the Private Placement, Perestroika has been granted an option to require the Board of Directors of Songa to use an existing board authorisation to issue part of the shares subscribed for by Perestroika in the Private Placement in advance of the EGM. The option is subject to all other conditions to the refinancing plan (amendments of charter agreements, bondholder agreements and agreements with lending banks) than the approval by the EGM being fulfilled (or that such conditions will be clearly fulfilled). It is our understanding that as per today it is still uncertain whether such conditions will be fulfilled in advance of the EGM.

Upon issue of shares pursuant to the board authorisation Perestroika will become the owner of more than 30 % of the voting rights of Songa and thus trigger an obligation to make an offer to all the holders of securities in Songa for all their holdings, cf. section 13 (1) of the Cypriot Takeover Bids Law. However, Perestroika has announced its intention to carve out from its mandatory offer the shares issued to other investors in the Private Placement. It is our understanding that the same intention applies to shares potentially issued in the Repair Offering during the offer period. Further, it is our understanding that Perestroika does not intend to make a separate offer to holders of the convertible bonds which could possibly be issued during the offer period.

It is Oslo Børs and Cysec's assessment that the question of which securities the offer must encompass is a matter to be dealt with under Cypriot law based on an interpretation of article 13 (1) of the Cypriot Takeover Bids Law. According to article 13 (1) where a person, as a result of his/her own acquisition or the acquisition by persons acting in concert with him/her, holds securities of a company which, added to any existing holdings of those securities of his/hers and the holdings of those securities of persons acting in concert with him/her, directly or indirectly give him/her a percentage of thirty per cent (30%) or more of existing voting rights in that company at the date of the acquisition, such a person is required to make a bid at the earliest opportunity to all the holders of those securities.

As a consequence CySEC considers that Perestroika's intention to carve out from its mandatory offer the shares issued to other investors in the Private Placement would be contrary to Cyprus Takeover Bids Law requirement, where it is stated that an offer should be addressed to all shareholders. Therefore Perestroika should address the mandatory offer to all shareholders including all investors in the Private placement. It should also be addressed to those receiving shares in the repair offering unless the repair offering is made after the conclusion of the mandatory offer.

In addition CySEC notes that if Perestroika does not intend to make a separate offer to holders of convertible bonds then Songa should consider not issuing the bonds during the offer period.

5.3.8 Pliktig tilbud i Songa Offshore SE – grensekryssende tilbud, omfang av garanti (brev av 16.12.2013)

1. Innledning

Det vises til brev av 14. desember 2013 vedrørende omfanget av Perestroika AS' («Perestroika» eller «tilbyder») garantiforpliktelse i forbindelse med pliktig tilbud om erverv av aksjer i Songa Offshore SE («Songa»). I brevet anmodes det om at Oslo Børs reduserer garantibeløpet tilsvarende beløpet for aksjene tegnet i den rettede emisjonen som skal vedtas på selskapets ekstraordinære generalforsamling den 18. desember 2013 (den «Rettede Emisjonen»).

2. Bakgrunn

Songa er et kypriotisk selskap som kun er notert på Oslo Børs. Selskapet er således underlagt lovvalgsreglene i verdipapirforskriften § 6-14 (2), som implementerer takeoverdirektivet (2004/25/EF) art 4 (2)(e). Det følger av dette at norsk rett skal anvendes i spørsmål av rettslig karakter knyttet til "tilbudsprosessen, herunder spørsmål om vederlag som tilbys i forbindelse med tilbudet, og da særlig tilbudspris, fremgangsmåten ved tilbudet, opplysninger om tilbyders beslutning om å fremsette et tilbud, innholdet i tilbudsdokumentet og offentliggjøring av tilbudet». Derimot skal spørsmål av rettslig karakter knyttet til "informasjon til ansatte i selskapet og selskapsrettslige spørsmål, herunder spørsmål om grensen for når tilbudsplikt utløses, eventuelle fritak fra plikten til å fremsette et tilbud og unntak fra tilbudsplikten" behandles etter kypriotiske regler.

Det ble i 2008 utarbeidet en oversikt (fordelingstabell) over hvilke bestemmelser i verdipapirhandelloven kapittel 6 som etter Oslo Børs' vurdering kommer til anvendelse i forbindelse med tilbud på selskaper med tilknytning til flere EØS-stater.¹⁵⁹ De av verdipapirhandellovens regler som sier noe om omfanget av tilbudet, dvs. §§ 6-1 (1) og 6-10 (2), er i denne oversikten plassert under «Registered office regulator». Bakgrunnen for dette er blant annet sammenhengen mellom omfanget av tilbudsplikten og muligheten til å unngå tilbudsplikt i form av nedsalg, unntak og dispensasjoner fra tilbudsplikt, som også er forhold som faller under hjemstatens lovgivning. Videre kan omfanget av tilbudsplikten direkte knyttes opp mot den selskapsrettslige siden av tilbudsplikten, det vil si vurderingen av i hvilke kontrollsituasjoner minoritetsaksjonærene skal beskyttes, og hvilke verdipapirer som har krav på den beskyttelse som tilbudsplikten innebærer.

Børsen har vurdert lovvalgsspørsmålet på nytt i forbindelse med nærværende sak, og fastholder av ovennevnte grunner de vurderinger som ble gjort i forbindelse med utarbeidelsen av fordelingstabellen i 2008. Børsen kan vanskelig se at dette, tatt i betraktning den nærmere begrunnelsen for en slik tilnærming og at denne er reflektert i fordelingstabellen, skulle være en kontroversiell og uforutsigbar forståelse av lovskillet. Kypriotisk tilbudsmyndigheter, CySEC, er av tilsvarende oppfatning og benytter deres parallell til vphl. § 6-1 (1) til å fastsette omfanget av tilbudet i nærværende sak.

Verdipapirforskriften og takeoverdirektivet innebærer ikke kun et skille mellom hvilke lands regler som regulerer det enkelte forhold, men oppstiller også et tilsvarende skille med hensyn til hvilken myndighet som håndhever det enkelte spørsmål.¹⁶⁰ Tilbudsplikten omfang faller derfor innenfor tilsynsområdet til CySEC. Det er også naturlig og mest hensiktsmessig at det er tilsynsmyndigheten i det lands rett som kommer til anvendelse, som foretar den nærmere fortolkning av de aktuelle reglene. Den norske særregelen om at tilbudet som sådan skal godkjennes av tilbudsmyndigheten, endrer ikke dette utgangspunktet.

Det er børsens forståelse at CySEC fortolker de relevante kypriotiske regler dit hen at et pliktig tilbud også må omfatte aksjer utstedt etter at tilbudsplikt er utløst og frem til utløpet av tilbudsperioden. For Perestroika vil dette i praksis innebære at det pliktige tilbudet vil måtte omfatte aksjer utstedt i den Rettete Emisjonen. Kypros har i sin takeoverlovgivning enkelte generelle prinsipper som adresser tilbud på konvertible instrumenter. CySEC har imidlertid, under visse forutsetninger som er kommunisert til Perestroika, kommet til at plikten til å fremsette et tilbud på de konvertible obligasjonene som planlegges utstedt, kan begrenses til et spørsmål om likebehandling og således

¹⁵⁹ Tilgjengelig på børsens hjemmeside: <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Regler-for-utstedere/Grensekryssende-tilbud>

¹⁶⁰ Jf. Takeoverdirektivet art 4 (2)(e), siste delsetning; «the applicable rules and the competent authority shall be those of the Member State of which the offeree company has its registered office» og verdipapirforskriften § 6-14 (2) nr. 2 siste delsetning; «behandles etter reglene i den EU/EØS-staten selskapet har forretningskontor, og overvåkes av tilbudsmyndigheten i denne staten.»

faller inn under norsk rett. Unnlattelse av å fremme et tilbud på de konvertible obligasjonene vil ikke være i strid med likebehandlingsregelen i verdipapirhandelloven § 6-10 (9).

3. Omfang av garanti

I brevet av 14. desember 2013 anmodes det om en reduksjon av garantien som skal stilles i forbindelse med Perestroikas pliktige tilbud tilsvarende beløpet for aksjene som tegnes i den Rettete Emisjonen. Som grunnlag for dette anføres blant annet at:

- tegnerne i den Rettete Emisjonen er avtalerettslig forhindret fra å gjøre tilbudet gjeldende;
- det er det reelle garantibehovet som bør være styrende for garantiens størrelse, jf. blant annet adgangen til å be om nedskrivning for aksjer det ikke er mottatt aksept for i verdipapirforskriften § 6-10 (c);
- den spesielle situasjonen med delt lovvalg har ført til uvanlige og uheldige konsekvenser som innebærer at spørsmålet om garantiens størrelse bør løses etter kypriotisk rett og praksis; og
- at børsen i egenskap av tilbudsmyndighet, i størst mulig grad må søke utligne de uheldige virkninger av lovvalsreglene, innenfor de rammer hvor de selv kan utøve skjønn.

Børsen konstaterer innledningsvis at spørsmålet om finansiering av tilbudet, herunder krav om garantistillelse, knytter seg til tilbudsprosedyren og fremgangsmåten ved tilbudet, og derfor skal underlegges norsk rett, jf. verdipapirforskriften § 6-14 (2) nr. 1 og fordelingstabellen.

Det nærmere innholdet i tilbyders plikt til å stille garanti for oppgjør i et pliktig tilbud fremgår av verdipapirforskriften kapittel 6 I. Det følger av verdipapirforskriften § 6-3 (1) at «garantibeløpet minimum skal tilsvare det beløp som fremkommer ved å multiplisere det samlede antall aksjer som omfattes av tilbudet med tilbudsprisen» (vår uth.). Børsen har under henvisning til denne bestemmelsen i flere saker uttalt at privatrettslige arrangementer som den her aktuelle, ikke kan medføre en reduksjon av garantibeløpet.¹⁶¹ Også formålsbetraktninger tilsier samme konklusjon, som følge av at avtalebrudd eller tvangsrealisasjon mv. kan innebære at aksjene tilflytter tredjeparter som ikke er bundet av de samme forpliktelser.

I den anledning nevnes at tilbyder synes å legge til grunn at børsen har en skjønnsmyndighet når det gjelder fastleggelsen av garantiens omfang. Børsen er imidlertid av den oppfatning at fastsettelsen av garantiens omfang kun skal baseres på kravene i verdipapirforskriften som ikke gir børsen noen skjønnsmessig kompetanse til å vurdere nærmere det reelle garantibehovet. Dette innebærer også at børsen ikke vil kunne se hen til finansieringsreglene under kypriotisk rett ved fastleggelsen av garantiens omfang etter verdipapirforskriftens § 6-3.

Det er riktig som det nevnes at børsen har vært av den oppfatning at en garanti, på nærmere betingelser, ikke omfatter selskapets egne aksjer. Dette er basert på at verdipapirhandelloven § 6-17 oppstiller regler som innebærer at selskapets egne aksjer normalt ikke vil være omfattet av tilbudet. Ut fra tilsvarende betraktninger har børsen lagt til grunn at garantiforpliktelsen ikke omfatter aksjer eid av tilbyders konsoliderte parter.

Børsen vil i dette tilfellet ta utgangspunkt i at garantibeløpet skal reflektere verdien av alle de aksjer som er omfattet av tilbudet. Det er børsens forståelse at tilbudet, i henhold til kypriotisk rett, også vil måtte omfatte aksjer utstedt i den Rettete Emisjonen så fremt disse utstedes før tilbudsperiodens

¹⁶¹ Jf. bl.a. Vedtak og Uttalelser 2001 s. 97 og Vedtak og Uttalelser 2002 s.95.

utløp. I lys av ordlyd, formålsbetraktninger og praksis kan ikke børsen se at det er grunnlag for en reduksjon av garantibeløpet med et beløp tilsvarende verdien av aksjene utstedt i den Rettede Emisjonen.

Børsen legger for øvrig til grunn at tilbyder vil kunne ta opp med banken som stiller garantien at det reelle garantibehovet etter tilbyders oppfatning er mindre enn de garantiforpliktelser som følger av verdipapirforskriften § 6-3.

4. Avsluttende bemerkninger

Oslo Børs har forståelse for at tilbyder opplever situasjonen som følger av lovvalgs skillet mellom Kypros og Norge som utfordrende. Dette er et resultat av det skillet som er fastsatt i takeoverdirektivet, gjennomført i EØS-landenes nasjonale lovgivning og som børsen og CySEC i egenskap av hhv. norsk og kypriotisk tilbudsmyndighet er satt til å håndheve. Det er også noe en tilbyder i et målselskap med tilknytning til flere EØS-stater må forholde seg til. I enkelte tilfeller vil lovvalsreglene medføre at tilbyder samlet sett pålegges større forpliktelser enn det som ville vært tilfelle dersom tilbudet hadde vært underlagt én jurisdiksjon, og i andre tilfeller vil det være omvendt (for eksempel dersom de samme spørsmål hadde oppstått for et selskap notert på Cyprus Stock Exchange med forretningskontor i Norge).

Ta gjerne kontakt dersom dere har spørsmål til ovennevnte vurderinger og konklusjoner.

5.3.9 Songa Offshore SE – mandatory offer from Perestroika AS – statement on the offer by the target (e-post av 19.12.2013)

We have received a draft offer document setting out a mandatory offer for the shares of Songa Offshore SE ("Songa") by Perestroika AS (the "Offeror"). The offer and the offer document must be approved by Oslo Børs in its capacity as take-over supervisory authority before the offer is made.

Pursuant to the Norwegian Securities Trading Act section 6-16 the Board of Directors of Songa shall provide a statement on the offer. The relevant section of the act is set out below. The issues to be addressed in the statement are set out in section 6-16. The statement shall be published at the latest one week prior to the end of the offer period.

If the offer is made by someone who is a member of the board of Songa or has been made in concert with the board of Songa, the take-over supervisory authority shall decide whom that shall issue such a statement on behalf of the company. On the basis of the information set out in the draft offer document we understand that the mandatory offer obligation was triggered as consequence of the exercise of an option granted to Perestroika to require the Board of Directors to use an existing board authorization to issue part of the shares subscribed for by Perestroika in the private placement approved by the extraordinary general meeting on 18 December.

Based on the above and taking into account that the mandatory offer is an element of a comprehensive refinancing plan put together and approved by the Board of Directors of Songa, Oslo Børs, in capacity as take-over supervisory authority, is of the opinion that the offer is made in concert with the Board of Directors of Songa and that the statement from Songa on the offer shall be made by someone else. When the statement on the offer is to be provided by others than the Board of Directors we normally decide that the statement shall be provided by an independent competent expert to be engaged by the target company. Before the final decision is made we prefer to discuss the matter with the company. An independent expert must be competent in the matter, not have business relationship with the bidder that could raise concerns regarding impartiality and not any

interest in the outcome of the offer (such as consideration linked to the result of the offer). Any independent expert engaged must assess and confirm its independence directly to us.

We kindly ask you to revert with your views on the matter and welcomes any suggestions you may have on independent experts that can provide the statement.

Please note that if Songa publish any press releases or other documents that include views on the offer by the Board of Directors of Songa such communications must clearly state that the statement is not a statement pursuant to the Norwegian Securities Trading Act section 6-16 and that a designated statement will be published on behalf of Songa after Oslo Børs, in capacity as take-over supervisory authority, has decided who that shall issue the statement.

For the sake of good order we also mention that the Norwegian Code of Practice for Corporate Governance includes recommendations concerning take-over bids (section 14 of the Code).

5.3.10 Pliktig tilbud i Songa Offshore – grensekryssende tilbud med delt jurisdiksjon - tilbudspris – konsolidering (e-post av 17.12.2013)

Saken omhandlet et pliktig tilbud på Songa Offshore, et kypriotisk selskap kun notert på Oslo Børs. Ved slike tilbud kommer lovvalgsreglene i vpf § 6-14 (2) (fra takeoverdirektivet art 4 (2)(e)) til anvendelse. Etter lovvalgsreglene vil norsk rett (noteringsstat) gjelde i forhold til regel om minimum pris som skal tilbys - høyeste pris betalt eller avtalt av tilbyder eller konsoliderte parter. For å avgjøre hvem tilbyder skal ansees for å være konsolidert med må konsolideringsregel på Kypros (registreringsstaten) benyttes.

E-post fra Oslo Børs 17. 12.2013:

[...]

As regards comment no. 8 it is our opinion that the definition of “persons acting in concert” should be subject to Cyprus Law irrespective of whether it is a question of the triggering of the mandatory bid obligation (which is subject to Cyprus Law), or whether it relates to the offer price (if one of the persons acting in concert has acquired shares in the company in the last six months), all though the determination of the offer price is subject to Norwegian Law. [...]

5.4 Frivillig tilbud

5.4.1 Frivillig tilbud – forlengelse av tilbudsperiode – Bridge Energy ASA (e-post av 16.10. og 17.10.2013)

E-post til Oslo Børs 16.10.2013:

Akseptperioden i det frivillige tilbudet om erverv av aksjer i Bridge Energy ASA utløper 18. oktober kl 16:30. For det tilfelle at man ikke oppnår 90% aksept ved fristens utløp, vurderes det en forlengelse av akseptperioden. Endelig beslutning er ikke truffet enda, men vi ønsker om mulig en kontroll fra børsen av utkast til melding om endring nå, slik at en endelig godkjenning kan skje raskt dersom det blir aktuelt.

Endelig beslutning om forlengelse forventes truffet i løpet av fredag 18. oktober. En forlengelse er i utgangspunktet bare relevant dersom man ikke når 90% ved utløpet av inneværende akseptperiode. Som følge av kravet om at endringer av tilbudet skal være godkjent av børsen (og offentliggjort) før utløpet av gjeldende akseptperiode, må melding om forlengelse sendes før inneværende akseptperiode utløper. Man risikerer da at det i perioden mellom offentliggjøring av forlengelse av akseptperioden og utløp av inneværende akseptperiode mottar tilstrekkelige aksepter til å nå 90%,

slik at det ikke lenger nødvendigvis er ønskelig med en forlengelse av akseptperioden. Det vurderes derfor å tilrettelegge for en betinget forlengelse av akseptperioden, som nærmere beskrevet i vedlagte utkast til børsmelding. Hvorvidt en betinget forlengelse er relevant vil avhenge av hvilken akseptgrad man har tidlig fredag den 18. oktober, og hvor realistisk det er at det kan komme flere aksepter på slutten av akseptperioden.

Vi imøteser børsens tilbakemelding på vedlagte utkast.

E-post fra Oslo Børs 17.10.2013:

Viser til e-post nedenfor og utkast til melding om forlengelse av tilbudsperiode i forbindelse med frivillig tilbud om erverv av aksjer i Bridge Energy ASA.

Vi kan ikke godkjenne en betinget forlengelse av akseptperioden som beskrevet under. En betinget endring som beskrevet vil etter vår oppfatning i realiteten være en endring som finner sted etter utløpet av tilbudsperioden, og er derfor ikke forenelig med vårt krav om at endringer må fremmes innenfor tilbudsperioden. Kravet om at en endring skal fremmes og annonseres innen utløpet av tilbudsperioden er også begrunnet i at dette er viktig og relevant informasjon for investorene, og kan ha betydning for hvordan disse forholder seg til tilbudet så lenge dette løper. Å åpne for en praksis der vi tillater betingede endringer som beskrevet kan bidra til å undergrave hensynene bak kravet. Tilbyder står for øvrig fritt til å forlenge tilbudsperioden én eller flere ganger innenfor lovens grenser, og det eksisterer i prinsippet ingen krav til minstetid for forlenget tilbudsperiode.

Når det gjelder utkastet for øvrig har vi ingen kommentarer.

6 MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER

6.1 Nye medlemmer 2013

Medlem

ABN Amro Clearing Bank NV
E. Öhman J:or Capital AB
Erik Penser Bankaktiebolag
Evli Bank Plc
Investment Technology Group Limited
Nordea Bank AB
Nordea Bank Danmark A/S
Nordea Bank Finland Plc
Nordnet Bank AB
Pareto Öhman AB
Remium AB
Sanford C Bernstein Limited

Antall børsmedlemmer økte netto fra 50 til 59 sammenlignet med utgangen av 2012, hvorav 41 medlemmer var hjemmehørende utenfor Norge. Økningen skyldes i stor grad overtakelse av den nordiske MTFen Burgundy og deres medlemsmasse som trådte i kraft fra og med 3. juni 2013.

6.2 Medlemsregler/Handelsregler

6.2.1 Manglende rapportering av obligasjonshandler (brev av 24.04.2013)

Oslo Børs har i løpet av høsten 2012 og våren 2013 undersøkt handlere i obligasjonsmarkedet for å påse at alle rapporteringspliktige handler ble meldt inn til Oslo Børs. Børsens konklusjon på undersøkelsene var at det var mangler ved rapporteringen som ga grunnlag for sanksjoner. På bakgrunn av dette valgte Oslo Børs' styre å gi kritikk til tre meglerforetak og administrasjonen valgte å gi 4 meglerforetak tilsvarende kritikk. Brevet som er inntatt nedenfor er et av kritikkbrevene som børsens styre vedtok.

[MEGLERFORETAKET] - manglende rapportering av obligasjonshandler

1. Innledning

Medlemmer på markedsplassene til Oslo Børs plikter å rapportere handler de medvirker til i finansielle instrumenter som er tatt opp til notering.

Rapportering og offentliggjøring av informasjon om handler er nødvendig for sikre at markedet har «god gjennomsiktighet og at kursnoteringene gjenspeiler de noterte instrumentenes markedsverdi», jfr. børsloven 22 (1). Etter børsforskriften § 17 (2) skal regulert marked fastsette nærmere regler om offentliggjøring av bla. handler i obligasjoner som er tatt opp til notering. Regler om medlemmers plikt til rapportering av handler er fastsatt i handelsreglene - Oslo Børs Member and Trading Rules (MTR).

Oslo ABM er et uregulert marked og er derfor ikke underlagt reguleringen i børsloven og børsforskriften. Regler om medlemmers plikt til rapportering av handler er fastsatt i handelsreglene - Member and Trading Rules (ABM MTR).

Oslo Børs har fått innspill fra markedsaktører om at pliktene til rapportering av handler i obligasjonsmarkedet ikke er blitt fullt ut etterlevd. Markedsovervåkingen valgte på denne bakgrunn å gjennomføre en grundigere kontroll av rapportering av handler i børsnoterte obligasjoner og obligasjoner notert på Oslo ABM.

Man tok utgangspunkt i en tilfeldig valgt måned, mai 2012, og innhentet data fra Finanstilsynets database over transaksjoner i finansielle instrumenter (Transaksjonsrapporteringssystem (TRS))¹⁶² og VPS registeret. De første svarene indikerte betydelige avvik av rapporterte handler på Oslo Børs. På bakgrunn av dette ba Oslo Børs alle obligasjonsmedlemmer om å gi børsen en komplett oversikt over alle handler hvor medlemmet var involvert¹⁶³.

Avvikene varierte i omfang fra medlem til medlem og undersøkelsen viste at tre obligasjonsmedlemmer skilte seg markant ut fra de øvrige, både i hyppighet og volum. Man har derfor funnet det nødvendig å fremme disse sakene for styret ved Oslo Børs.

De andre medlemmene vil bli fulgt opp særskilt avhengig av omfanget av manglene og de med flest mangler vil bli kritisert av administrasjonen.

2. Kort om selskapet

[Beskrivelse av meglerforetaket].

3. Sakens bakgrunn

Som nevnt i innledningen startet denne saken med at man foretok en henvendelse til alle meglerhus medlemmer som har rett til å handle børsnoterte og ABM noterte obligasjoner med spørsmål om å få informasjon om handler disse hadde utført for mai måned 2012. Bakgrunnen for undersøkelsen var at Oslo Børs over tid hadde mottatt henvendelser fra ulike aktører om at det ble gjort omsetninger i obligasjoner som ikke ble rapportert til børsen.

4. Børsens undersøkelser

I forkant av henvendelsen hadde man sammenstilt data fra VPS og Finanstilsynets TRS database med omsetningsdata fra Oslo Børs og funnet til dels store avvik hos enkelte obligasjonsmedlemmer. I den første henvendelsen til alle medlemmer, 3. juli 2012, ble det bedt om navn på omsatte instrument, dato/klokkeslett for omsetning, pris, volum, type omsetning og motpart i transaksjonen. Frist for tilbakemelding ble satt til 24. juli 2012. Enkelte foretak, på grunn av sommerferieavvikling, fikk noe lenger frist, på grunn av sommerferieavvikling, og alle tilbakemeldinger var først mottatt i slutten av august. Ved gjennomgang av tilbakemeldingene fra foretakene ble resultatene fra de foreløpige undersøkelsene bekreftet.

Undersøkelsene i denne saken har vært svært tidkrevende for markedsovervåkingen da flere tusen handler er blitt manuelt kontrollert. Man bestemte seg for å stille ytterligere spørsmål til de tre aktørene hvor avvikene var størst i antall handler som ikke var meldt. I henvendelse fra Oslo Børs, datert 7. september 2012¹⁶⁴, ble foretakene opplyst at det var funnet avvik og ble bedt om å kommentere hva som kunne være årsaken til disse, tidsfrist for svar ble satt til 21. september 2012. I

¹⁶² Vphl. §10-18 gjelder kun omsetninger av instrumenter notert på regulert markeds plass. Verdipapirforetakene har likevel ikke skilt ut dette og rapporterer også ABM handler i TRS systemet.

¹⁶³ Henvendelse til [Meglerforetaket] 3.7.2012

¹⁶⁴ E-post fra Oslo Børs

epost fra [Meglerforetaket], 19. september ble det bedt om en utsettelse av svarfrist til 27. september¹⁶⁵. Etter mottak av forespurt informasjon ønsket Oslo Børs et møte med [Meglerforetaket] for å gjennomgå sakens materiale. På dette møtet, 16. oktober, ble det vist [Meglerforetaket]s representanter på hvilken måte man hadde gjort kontrollene og man hadde en dialog om mulige forklaringer på det inntrufne. Det ble redegjort for rutiner og mulige feilkilder fra deres side, deriblant deres manuelle rutiner for å rapportere inngåtte handler til Oslo Børs.

Som en konklusjon på møtet ble man enige om at [Meglerforetaket] skulle gjennomgå alle avvik og gi Oslo Børs en begrunnelse for hvert enkelt avvik. Dette ble mottatt i brev fra [Meglerforetaket], 7. november¹⁶⁶. I begrunnelsen er det identifisert 305 tilfeller hvor det er mangler ved rapporteringen, av disse er 99 gjort i ABM markedet. Totalt har [Meglerforetaket] utført 1041 transaksjoner for mai måned. Prosentvis tilsvarer dette et avvik på ca. 29 % av antall handler og ca. 13 % av utført volum¹⁶⁷. Den gjennomgående forklaringen for avvikene er at det var en forglemmelse.

Medlem	Totalt	Mangler totalt	Mangler Oslo Børs	Mangler ABM
[Meglerforetaket] (volum MRD)	49,698	6,401	4,149	2,253
[Meglerforetaket] (antall handler)	1041	305	206	99

I ettertid har [Meglerforetaket] tatt initiativ til å forbedre sine rutiner ved å innhente daglig statistikk fra Oslo Børs for avstemming samt ansatt en ekstra megler for å registrere og melde handler til Oslo Børs. Man har også strammet inn på rutiner og gjennomgått regelverket for aktuelle meglere.

5. Rettslig grunnlag

Rapporteringsplikten fastsatt i handelsreglene er tilnærmedesvis lik for handel på Oslo Børs (regulert marked) og Oslo ABM (uregulert marked). Forpliktelsene er regulert i Oslo Børs Member and Trading Rules (MTR) og Oslo ABM Member and Trading Rules (ABM MTR)

5.1 For rapportering av handel i børsnoterte obligasjoner

Børsforskriften § 17 (2):

«Regulert marked skal også fastsette nærmere regler om offentliggjøring av opplysninger om ordre, handler mv. i andre finansielle instrumenter enn aksjer, som er tatt opp til notering på det regulerte markedet.»

MTR 3000

“A trade is on Exchange if one or both of the parties to the trade is a member firm (whether as agent or as principal) and the trade is effected:

3000.1 (...)

¹⁶⁵ Brev fra [Meglerforetaket] 27. september

¹⁶⁶ Brev fra [Meglerforetaket] 7. november

¹⁶⁷ Beregningen bygger på at en transaksjon har to sider, og hver side telles for seg samt at hver enkelt kunde teller også for seg. Dette medfører at antall handler vil bli høyere enn antall transaksjoner på Oslo Børs mens volumet kan bli opptil dobbelt volum

3000.2 in any instrument which is not an equity”

MTR 3010

“A trade report shall be submitted to the Exchange in respect of every on Exchange trade to which a member firm is a party in accordance with the trade reporting responsibility Rule 3012.

Guidance to Rule:

Every on Exchange trade must have a trade report, whether it is to be published or not, with each trade representing a distinct market contract that will have the protection of the Exchange’s Rules, including settlement.

(...)

For trading in fixed interest securities, the absence of a trade report implies a breach of the Exchange’s trade reporting responsibility rules. (vår understrekning)

On Exchange principal crosses, where there are two distinct contracts, require two distinct trade reports if both legs are to be brought on Exchange.

On Exchange agency crosses, where there is only one contract, require a single trade report. For the purposes of this rule, a trade is considered concluded or executed as soon as:

- a) the terms of the trade with regard to the price and volume are agreed between the buyer and the seller; or*
- b) where a trade includes multiple legs and where an agreement on the terms of each of the legs is a pre-condition to the completion of the trade, the trade is completed when all the legs have been put in place and agreed”*

MTR 3032

“For fixed interest securities, a member firm may elect to use the deferred publication facility for all manual trades.

Guidance to Rule:

A member firm may elect to delay the publication of a fixed interest securities trade by submitting a trade report with the relevant trade type.”

5.2 For rapportering av handel i obligasjoner notert på ABM

ABM MTR 3010

“A trade report shall be submitted to the Marketplace in respect of every on Exchange trade to which an ABM member firm is a party in accordance with the trade reporting responsibility rule 3012.”

ABM MTR 3030

“An ABM member firm may elect to use the deferred publication facility for all manual trades.

Guidance to Rule:

An ABM member firm may elect to delay the publication of a trade by submitting a trade report with the relevant trade type.”

5.3 Sanksjoner Oslo Børs

MTR Kapittel 6

“Where the Exchange believes there has been a breach of these rules by a member firm, or employees or directors of the member firm, the Marketplace may commence disciplinary action against such member firm, employees or officers in accordance with the provisions set out below. There are a number of factors which the Marketplace takes into account when considering what disciplinary action to take in relation to a rule breach.

The seriousness, size and nature of the rule breach

- *How the rule breach came to light*
- *The actual or potential market impact of the rule breach, and any other repercussions*
- *The extent to which the rule breach was deliberate or reckless*
- *The general compliance history of the member firm, and specific history regarding the rule breach in question*
- *Consistent and fair application of the rules (any precedents of previous similar rule breaches)*
- *The responsiveness and conduct of the member firm in relation to the matter under investigation.”*

MTR C100

“The Exchange’s approach to regulation is aimed at maintaining the integrity, orderliness, transparency and good reputation of its markets and changing member firms’ behaviour in those markets where necessary. The Exchange will investigate the facts of each case, seeking to understand why the rule breach occurred and will assess whether any remedial action the member firm has taken is adequate to prevent similar future occurrence.

Where a member firm breaches the provisions of the Exchange Act or the Exchange Regulations, these Rules, business terms and conditions or good business practices, or otherwise demonstrates unsuitability to be a member firm, the Exchange may:

(i) Issue a warning to the member firm;

(ii) Suspend the member firm from participation in trading;

(iii) Terminate the membership or withdraw the right to participate in trading, provided that the breach is material.”

MTR C101

“Where a member firm breaches the provisions of the Exchange Act or the Exchange Regulations, or materially breaches these Rules or business terms and conditions, the Exchange may resolve to impose a violation charge, payable to the Exchange.”

MTR C104

“A member firm may appeal against decisions of the Exchange as set out in Rule C100, C101 and C102. A decision involving a warning of the member firm may however not be appealed. Appeals must be made and will be handled in accordance with Chapter 8 of the Exchange Regulations.”

5.4 Sanksjoner ABM

ABM MTR Kapittel 6

“Where the Marketplace believes there has been a breach of these rules by an ABM member firm, or employees or directors of the ABM member firm, the Marketplace may commence disciplinary action against such ABM member firm, employees or officers in accordance with the provisions set out below. There are a number of factors which the Marketplace takes into account when considering what disciplinary action to take in relation to a rule breach.

The seriousness, size and nature of the rule breach

- *How the rule breach came to light*
- *The actual or potential market impact of the rule breach, and any other repercussions*
- *The extent to which the rule breach was deliberate or reckless*
- *The general compliance history of the ABM member firm, and specific history regarding the rule breach in question*
- *Consistent and fair application of the rules (any precedents of previous similar rule breaches)*
- *The responsiveness and conduct of the ABM member firm in relation to the matter under investigation.*

The Marketplace’s approach to regulation is aimed at maintaining the integrity, orderliness, transparency and good reputation of its markets and changing ABM member firms’ behaviour in those markets where necessary. The Marketplace will investigate the facts of each case, seeking to understand why the rule breach occurred and will assess whether any remedial action the ABM member firm has taken is adequate to prevent similar future occurrence.”

ABM MTR C100

“Where an ABM member firm breaches law, regulations, these rules, good business practices, or otherwise demonstrates unsuitability to be a member, Oslo ABM may report the ABM member firm to the relevant authorities.”

ABM MTR C101

“The Marketplace may, in respect of any such breach:

- (i) Issue a warning to the ABM member firm;*
- (ii) Suspend the ABM member firm from participation in trading;*
- (iii) Call attention to the situation by issuing public criticism*

(iv) Terminate the membership or withdraw the right to participate in trading, provided that the breach is material.”

6. Selskapets anførsler

Oslo Børs mottok svar fra foretaket på administrasjonens foreløpige innstilling 4. april¹⁶⁸. Foretaket mener hovedsakelig at det har vært usikkerhet rundt enkelte type handler og hvordan disse skal rapporteres, samt at det er gode argumenter for ikke å sanksjonere. Uklarhetene mener meglerhuset ligger i 5 forskjellige type rapporteringer.

1. Handler for meglerhuset opptrer som prinsipal, altså tar inn obligasjonene på egen bok, vil kun rapporteres som en handel mens det vil utstedes to sluttsedler med to ben, altså 4 transaksjoner i børsens oversikt.
2. Handler med en investor til flere investorer på den andre siden av transaksjonen vil også kun rapporteres som en handel, men det vil utstedes sluttsedler mot hver enkelt investor.
3. Reallokeringer/porteføljeflyttinger mellom fond hvor meglerforetaket kun gjennomfører en oppgjørstjeneste og utsteder sluttsedler uten nødvendigvis å ha bestemt kurs eller volum, representerer ikke reelle og rapporteringspliktige handler. Børsen har derimot tatt med disse handlene.
4. Repo-forretninger rapporteres som en transaksjon på Oslo Børs, men vil fremkomme som to sluttsedler.
5. Handelsreglene regulerer at det er selger som skal rapportere handelen mens meglerforetakene ofte blir enige om at rapporteringen forestås av den som initierer handelen. I VPS vil det ikke fremgå hvem som rapporterer men hvilke meglerhus som inngår i transaksjonen.

Ut fra disse uklarhetene mener meglerforetaket at antall ikke rapporterte transaksjoner er vesentlig mindre enn det børsen har anført.

Resten av besvarelsen viser til momenter som skal vurderes etter MTR punkt 6.1 når det skal ilegges sanksjon.

7. Børsens vurdering

Børsen skal regelmessig overvåke medlemmers etterlevelse av børsens regler, jfr. børsloven § 27.

Den manglende rapporteringen fra [Meglerforetaket] er gjennomgående og fordeler seg både på børsnoterte og ABM-noterte obligasjoner.

Rapportering av handler skal sikre gjennomlysningen i markedet på utførte avtaler. Gjennomlysningen skal legge til rette for at de aktuelle verdipapirene prises riktig og at investorene får tilstrekkelig godt grunnlag for å vite hvilken pris man kan kjøpe og selge verdipapirer til. I tillegg er det en mulighet for investor til å kontrollere at de handler han er delaktig i er gjennomført på markedsmessige betingelser. For noterte obligasjonslån skal rapporteringsreglene også forebygge markedsmisbruk som misbruk av insideinformasjon og markedsmisbruk ettersom

¹⁶⁸ Svar fra [Meglerforetaket] på børsens innstilling

transaksjoner blir offentlig og dermed kan vurderes av myndigheter, markedsaktører og allmennheten.

Når handelsmedlemmer ikke følger opp plikten til å rapportere, selv om det skulle være skjedd ved feil eller slurv, så vil ingen av de ovenstående hensynene fullt ut bli tilfredsstilt. Når det i tillegg som i denne sak, er snakk om betydelig antall handler og volumet er stort, så blir skadevirkningene ekstra store.

Det vises til at obligasjonsmarkedet, i motsetning til aksjemarkedet, ikke handles over børs. Det vil si at markedet ligger hos bankene og meglerforetakene og de stiller priser overfor investorer som ønsker å handle. Det normale ved en handel er at foretakene handler mot egen bok og siden det ikke tas kurtasje på hver handel, tjener foretakene på forskjellen i kjøps- og salgspriser som de kan oppnå. Dermed er også kunden prisgitt meglerforetakenes pristilling. Når dette ikke kan kontrolleres opp mot andre transaksjoner i markedet, enten fordi det ikke finnes andre som handler obligasjonen eller rapporteringen, som i denne sak, er tilsidesatt, er det ikke mulig for investorene å kontrollere at man får best mulig pris. Når børsen heller ikke mottar den nødvendige informasjon fra børsmedlemmene så kan markedsplassen ikke kontrollere om prisene er markedsriktige. Derfor er unnlåtelsen av å melde i denne saken alvorlig og medfører en forringelse av en allerede begrenset gjennomlysning i markedet.

Rapporteringsforpliktelsene er en av de grunnleggende forpliktelsene som meglerforetak har overfor markedet og skal således være et av meglerhusets hovedfokusområder. Derfor kan man ikke bli hørt med at dette har skjedd ved hendelige uhell eller på grunn av stor arbeidsmengde, da meglerforetaket må innrette virksomheten slik at sentral forpliktelser oppfylles.

Det har i kontradiksjonsbrevet blitt hevdet at det er usikkerhet rundt rapporteringen av enkelte typer transaksjoner. Oslo Børs synes dette er pussig ettersom børsens kommunikasjon rundt dette har vært entydig hvis vi har blitt spurt. Allikevel kan det være fornuftig å oppklare børsens syn på de rapporteringspunktene som er tatt opp i svaret fra foretaket.

1. Oslo Børs er av den klare oppfatning at transaksjoner som tas inn på egen bok og hvor meglerhuset derfor påtar seg en større eller mindre risiko for deretter å selge dette ut til en annen kunde til en annen pris, medfører en plikt til å rapportere to transaksjoner. Transaksjonene rapporteres da på den pris man har avtalt med hver enkelt kunde.
2. Oslo Børs har ikke problemer med å anerkjenne at i de tilfeller hvor det er en investor som kjøper eller selger til mange investorer og meglerhuset kun opptrer som mellommann, så kan dette rapporteres som en transaksjon på midtkurs. At det dermed betyr at manglene i rapporteringen som børsen påpeker over blåses noe opp, er allerede kommentert i fotnote 6. Hvis meglerhuset tar inn denne type handler på egen bok for deretter å selge det videre, vil dette tilsvare rapporteringen under punkt 1.
3. Oslo Børs er ikke enig i at reallokeringer mellom fond ikke er reelle transaksjoner og dermed ikke rapporteringspliktig. Oslo Børs har siden en uttalelse fra Finanstilsynet i et stedlig tilsyn mot Sundal Collier Fondsforvaltning praktisert at rapporteringsplikten oppstår i det øyeblikket meglerhuset skriver sluttседler og dermed foretar et oppgjør av transaksjonen. Dette har vært børsens uttalte syn. I tillegg er slike fond til fond transaksjoner reelle transaksjoner hvor forskjellige juridiske enheter handler seg imellom. Det er allikevel et moment at det her kan ha utviklet seg en praksis hvor slike transaksjoner ikke er meldt. Dog er foretaket ikke konsekvent i rapportering og dermed svekkes anførselen noe.
4. Repo-forretninger er ikke tatt med i grunnlaget for den manglende rapporteringen.

5. Når det gjelder hvem som skal rapportere handler, har ikke Oslo Børs problemer med at dette avtales meglerhusene imellom. Det fratar hverken kjøper eller selger å påse at handelen faktisk blir rapportert, og hvis den aktive part ikke rapporterer må dette påpekes av motparten eller at man rapporterer selv.

Generelt vil Oslo Børs påpeke at sammenligningene som er gjort over av manglende rapportering og totalt volum hos foretakene, er tatt fra meglerhusets egne lister og kommentarer på de enkelte handlende. I tillegg sammenlignes dobbelt talt volum og antall handler både når det gjelder manglene og total volumet. Bakgrunnen for at denne metoden er valgt, er for å unngå at halve transaksjoner (hvor meglerhuset kun er kjøper eller selger) medfører at man sammenligner ulike størrelser.

Oslo Børs mener på denne bakgrunn at beregningen av antall handler som ikke er meldt eller ikke meldt korrekt ikke trenger å endres. Oslo Børs har, som beskrevet ovenfor i fotnote 6, talt hver side av handelen for seg. Derfor vil tallene avvike noe fra det foretaket har lagt til grunn.

Oslo Børs anser bruddene på rapporteringsreglene denne saken representerer som alvorlige. Saken egner seg derfor som sanksjonssak.

8. Konklusjon

Oslo Børs skal overvåke transaksjoner med sikte på å avdekke brudd på relevante regler. Manglende rapportering av handler vil generelt vanskeliggjøre mulighetene for effektivt å overvåke markedet.

Oslo Børs anser [Meglerforetaket]s brudd på handelsreglenes krav om rapportering av obligasjoner som alvorlig. Etter børsens syn utgjorde [Meglerforetaket]s manglende rapportering regelmessig vesentlig brudd på handelsreglene. Det betydelige volumet og antallet handler som markedet har gått glipp av understreker dette. Alle handler som gjennomføres skal rapporteres til børsens markeder også de som ikke matches automatisk.

Det er tidligere ilagt overtredelsesgebyr for brudd på kravet om rapportering av omsetninger. I sak mot HSBC Bank 26. september 2007 ga Oslo Børs et gebyr på NOK 300 000 for brudd på da værende rapporteringsregler i børsens handelsregler. Overtredelsen gjaldt manglende aksjerapporteringer for totalt NOK 5,1 mrd.

I sak av november 2005 mot Deutsche Bank AG London ble det ilagt overtredelsesgebyr på NOK 500 000. Overtredelsen gjaldt manglende aksjerapporteringer for MNOK 643 og var brudd på de samme bestemmelser som i saken mot HSBC.

I sak av september 2004 ble Lehman Brothers Int. ilagt et overtredelsesgebyr på NOK 500 000 for manglende rapportering av en transaksjon i Telenor i forbindelse med et statlig nedsalg. Transaksjonen utgjorde NOK 8,4 mrd.

I sak av mai 2000 ble First Securities ASA ilagt overtredelsesgebyr på NOK 100 000 for brudd på manglende rapportering av flere mindre transaksjoner. Saken omhandlet ikke store volumer, men foretaket hadde fått gjentatte advarsler fra administrasjonen før gebyret ble ilagt.

Som det fremgår gjelder disse sakene manglende rapportering i aksjemarkedet. Når det gjelder saker for brudd på rapporteringsreglene i obligasjonsmarkedet har børsen ved flere anledninger påpekt manglende rapportering, men det er fremmet få formelle sanksjonssaker. Sist sak som er fremmet som sanksjonssak er en sak mot Fearnley Fonds A/S fra 1994. Foretaket ble ilagt et

overtredelsesgebyr på NOK 400 000 for manglende rapportering av 81 transaksjoner som utgjorde ca. 1/3 av foretakets handler.

I nærværende sak er det unnlatt å rapportere et stort antall transaksjoner med et stort volum. Børsen er derfor av den oppfatning at manglene er langt på vei sammenlignbare med sakene mot Fearnley Fonds, HSBC Bank og Deutsche Bank.

Obligasjonsmarkedet er mindre gjennomlyst enn aksjemarkedet, som de fleste av de andre sakene omhandler. Hver enkelt handel betyr dermed mer for prisingen av de enkelte lån, noe som understreker viktigheten av gode rapporteringsrutiner.

Det kan synes som det over tid har utviklet seg en feilaktig praksis hos flere meglerforetak der rapporteringsrutinene har blitt skadelidende. Den manglende rapportering i obligasjonsmarkedet har vært omfattende uten at børsen har reagert tilstrekkelig tidligere og rettet utviklingen. Plikten til å offentliggjøre handler er dog ganske lik det den er for aksjeomsetninger.

Temaet er også adressert fra børsen i ulike fora og i pressen og en legger til grunn at medlemmene har revitalisert sine rutiner i anledning saken. Etter en totalvurdering er det derfor grunn til å redusere det som i utgangspunktet ville ha vært en streng reaksjon til en mildere.

Ved å legge stor vekt på at de aktuelle forhold kan være resultat av en uheldig dannelse av en feilaktig praksis og er de første børsen reagerer formelt på siden 1994, har administrasjonen under sterk tvil funnet å innstille på kritikk som en tilstrekkelig sanksjon.

Det varsles at fremtidige brudd fra denne eller andre medlemmer vil kunne foranledige overtredelsesgebyr.

9. Styrebeslutning

Børsstyret vedtok å ilegge [Meglerforetaket] kritikk for brudd på kravet i Member and Trading Rules 3010 om at alle obligasjonshandler skal rapporteres til Oslo Børs, jf. Member and Trading Rules C100 (i) [korrigert etter utsendelse].

Videre vedtok børsstyret å ilegge [Meglerforetaket] kritikk for brudd på kravet i Oslo ABM Member and Trading Rules 3010 om at alle obligasjonshandler skal rapporteres til Oslo ABM, jf. Oslo ABM Member and Trading Rules C101.

6.2.2 Manglende rapportering av obligasjonshandler (e-poster av 08.11 – 13.11.2013)

E-post fra Oslo Børs 08.11.2013:

Oslo Børs ble i går etter klokken 16:30 gjort oppmerksom på flere feilhandler fra Swedbank AB i noterte obligasjoner. Etersom systemet da var stengt fikk vi ikke slettet alle handlerne. De handlerne som Oslo Børs har observert er:

- MNOK 30 i KFS38 PRO (ble meldt til feil kurs 100,9 i stedet for 100,09)
- MNOK 2,5 i REM02 PRO (ble meldt MNOK 25 i stedet for 2,5 og feil kurs 100,675 i stedet for 100,625)
- MNOK 40 i EIKB30 (ble meldt i EIKB40)

Om det også har vært flere handler har vi ikke oversikt over.

Oslo Børs ber om en redegjørelse for disse feilene og hvilke kontrollrutiner Swedbank har for å fange opp slike. Alle feilene hadde betydning for sluttkurs i de enkelte lån og dermed er det gitt et feilaktig inntrykk til markedet om prisingen av disse lånene.

Vi ber om informasjonen med hjemmel i børsloven § 26 (7) og har behov for informasjonen innen utgangen av tirsdag 12. november.

Spørsmål kan rettes til undertegnede.

E-post til Oslo Børs 11.11.2013:

Viser til nedenstående henvendelse. Først og fremst vil vi beklage at feilrapporteringene fra vår side og de konsekvenser det har medført. For ordens skyld vil vi opplyse om at Swedbank ikke har avdekket flere feilrapporterte handler enn det oversikten nedenfor angir.

Kort forklaring til de ulike handlne:

- MNOK 30 i KFS38 PRO (ble meldt til feil kurs 100,9 i stedet for 100,09)
Her ble det rapportert feil pga en misforståelse i internkommunikasjonen mellom den som gjorde transaksjonen og den som rapporterte.
- MNOK 2,5 i REM02 PRO (ble meldt MNOK 25 i stedet for 2,5 mill og feil kurs 100,675 i stedet for 100,625)
Årsaken til feilrapportering skyldes tastefeil.
- MNOK 40 i EIKB30 (ble meldt i EIKB40)
Det ble rapportert i feil verdipapir fra samme utsteder.

Swedbank fanget opp to av feilrapporteringene og meddelte dette til Oslo Børs dagen etter at de var gjennomført. I den siste transaksjonen i EIKB30 ble Swedbank meddelt feilen fra Oslo Børs. Swedbank har rutiner for å avstemme at transaksjoner rapporteres til Oslo Børs og at de rapporteres riktig. Basert på disse feilrapporteringene har vi fra i dag ytterligere forbedret rutinene slik at eventuelle feil og mangler fanges opp mot slutten av handelsdagen og kan korrigeres innen Oslo Børs stenger.

Vi vil igjen beklage feilrapporteringen.

Ta gjerne kontakt ved ytterligere spørsmål.

E-post fra Oslo Børs 13.11.2013:

Takk for tilbakemeldingen. Oslo Børs vil ikke gjøre mer i sakens anledning utover å påpeke at dere må ha gode rutiner for å kontrollere at handler er meldt riktig. Member and Trading Rules 3050 and 3051 angir at medlemmer må oppdage egne feil og slette handler så raskt som mulig og uansett senest innen utgangen av handelsdagen. I disse tilfellene har ikke Swedbank etterlevd disse reglene.

Vi tar til etterretning at dere ytterligere forbedrer interne rutiner og regner med at dette ikke gjentar seg uten at handlne blir slettet innen utgangen av dagen.

Nordic ABM

Et effektivt og velfungerende marked for foretaksobligasjoner

- For små og mellomstore foretak
- Regulert marked
- Ingen IFRS- eller prospektkrav
- Noter lån i valgfri valuta

Selskaper fra hele verden velger å benytte det norske obligasjonsmarkedet som kapitalkilde til videre vekst.

www.oslobors.no





Mange problemstillinger - ett verktøy!

dib er markedets mest komplette og webaserte rådgivningsverktøy. Prøv gratis demo på www.dib.no.

