

Protokoll fra styrebehandling i Oslo Børs ASA 24. august 2016

Sandnes Sparebank - overtredelse av løpende informasjonsplikt

1. Innledning

Saken gjelder spørsmålet om Sandnes Sparebank ("banken" eller "selskapet") har opptrådt i strid med verdipapirhandelloven ("vphl.") § 5-2 (1), jf. Oslo Børs Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper ("løpende forpliktelser") pkt. 3.1.1, ved ikke å rettidig offentliggjøre informasjon relatert til to inntrufne hendelser som endret forutsetningene for bankens tapsberegninger og som medførte betydelige økte nedskrivninger sammenliknet med hva som var kommunisert i bankens kvartalsrapport for fjerde kvartal 2015. Virkningen av de økte nedskrivningene på bankens årsresultat var blant annet at konsernresultatet etter skatt for 2015 ble endret fra et positivt resultat på ca. NOK 41 millioner, som angitt i den nevnte fjerdekvartalsrapporten, til et negativt resultat på ca. NOK - 74 millioner. Parallelt med offentliggjøringen av de økte nedskrivningene ble det også offentliggjort at styret i banken foreslo å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon med bruttoproveny på NOK 350 millioner.

2. Kort om selskapet

Sandnes Sparebank er en selvstendig sparebank med hovedkontor i sentrum av Sandnes kommune og har i tillegg kontorer i Stavanger og Oslo. Banken tilbyr et bredt spekter av bank- og investeringsprodukter til person- og næringslivsmarkedet. Konsernet driver også eiendomsmegling gjennom datterselskapet Aktiv Eiendomsmegling Jæren AS. Banken har ca. 50.000 kunder, hvorav 45.000 er privatkunder og 5.000 er næringslivskunder.

Konsernet hadde ved årsskiftet 140 årsverk. Svein Ivar Førland er administrerende direktør. Harald Espedal har vært bankens styreleder siden april 2015.

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

3. Endrede forutsetningene for bankens tapsberegninger, økte nedskrivninger og planlagt kapitalinnhenting

3.1 Sakens bakgrunn

Kvartalsrapport for Q4 – 26. feb

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

"Økt soliditet, og rustet for fremtiden

Hovedpunkter fjerde kvartal 2015

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

Tallstørrelser i parentes gjelder tilsvarende periode i 2014."

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

Videre angis det både i fjerdekvartalsrapporten (side 7) og i medfølgende presentasjon (plansje 19) at banken hadde besluttet å øke målsetningen for ren kjernekapital til 14 % innen utgangen av 2016 og til 14,5 % innen utgangen av 2017 (fra 13,0 % per utgangen av 2015), samt at det ikke var planlagt noen emisjon for å oppnå målsetningene om kapitaldekning. Bankens praksis for bokføring av tapsavsetninger omtales også kort. Fra kvartalsrapportens side 7, under "Utsikter" hitsettes;

"For 2016 legges det opp til ytterligere balansetilpasninger, men det planlegges ikke noen emisjon for å oppnå kapitalmålsetningene(...)" og "Banken har en streng praksis i forhold til å bokføre tapsavsetninger når de oppstår".

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

Utsatt offentliggjøring – 18. mars

Den 18. mars, ca. kl. 12:30, ble Oslo Børs informert av bankens juridiske rådgiver per

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

² Utskrift fra Børens overvåkingssystem SMARTS 26.02.2016 – 20.04.2016

telefon om at banken var eller var i ferd med å komme i en innsideposisjon. I etterkant av telefonsamtalen ble følgende loggført i Børsens lukkede saksbehandlingssystem:

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

Den 15. april oppdaterer bankens juridiske rådgiver Børsen per telefon. Følgende ble logget i Børsens lukkede saksbehandlingssystem:

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

Offentliggjøring av tap og emisjon – 21. april

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

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

- Økte nedskrivninger for 2015 og styrket egenkapital gjennom fullgarantert fortrinnsrettsemissjon³
- Nøkkelinformasjon ved fortrinnsrettsemissjon i Sandnes Sparebank⁴
- Endelig (korrigert) årsregnskap for 2015 er behandlet i bankens styre⁵
- Resultat 1. kvartal 2016⁶
- Presentasjon av resultatet per 1. kvartal 2016⁷

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

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

Fra den førstnevnte børsmeldingen (vedlegg 3) hitsettes;

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

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

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

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

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

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

⁹ Utskrift fra Børsens overvåkingssystem SMARTS 19.04.2016 – 21.04.2016

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

(...)

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

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

(...)"

3.2 Børsens undersøkelser

Markedsovervåkingen ved Oslo Børs besluttet kort tid etter at børsmeldingene ble publisert 21. april å foreta en gjennomgang av bankens forutgående kommunikasjon til markedet. Denne kommunikasjonen ble vurdert opp mot innholdet i de omtalte børsmeldingene og den informasjon som var loggført i forbindelse med bankens kontakt med Børsen i perioden forut for børsmeldingene. Det ble deretter besluttet å innhente ytterligere opplysninger om prosessen, og Børsen rettet en formell henvendelse til Sandnes Sparebank den 22. april, hvor banken ble bedt om å redegjøre for følgende forhold:

- De to vesentlig intrufne hendelsene som endret forutsetningene for tapsberegningene ved årsslutt og som økte nedskrivningene sammenliknet med hva som var kommunisert i rapporten for 4. kvartal.
- Selskapets vurderinger av om og eventuelt når man anså at de økte tapsberegningene og nedskrivningene utgjorde innsideinformasjon jf. vphl. § 3-2.
- Tilsvarende ble det bedt om redegjørelse for prosessen som ledet frem til forslag om fortrinnsrettsemisjon.
- Selskapets vurdering av om vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt.

Oslo Børs mottok svar fra selskapet 6. mai. I etterkant av dette har Børsen rettet flere henvendelser til selskapet for å innhente ytterligere dokumentasjon og for å klargjøre enkelte deler av faktum. Oslo Børs har i sakens anledning sendt følgende henvendelser til Sandnes Sparebank:

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

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

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

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

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

Børsen har mottatt følgende svar på de ovennevnte forespørslar:

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

7. juni underrettet Oslo Børs banken om at man vurderte selskapets informasjonshåndtering i forhold til verdipapirhandelloven §§ 5-2, 5-3 og verdipapirforskriften § 5-1, jf. Løpende forpliktelser 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.

Det ble videre avholdt et møte mellom Børsen og bankens juridiske rådgiver den 10. juni 2016. I møtet ble det uttrykt at banken ønsket å gi ytterligere informasjon knyttet til vurderinger av saken. Børsen uttrykte også ønske om noen ytterligere detaljer relatert til bankens løpende vurderinger av de potensielle tapsavsetningene/nedskrivningene. Dette er således bakgrunn for Børsens forespørslar av 10. juni og brev fra bankens juridiske rådgiver av 16. og 20. juni.

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

Selskapets beskrivelse av faktum og rettslige anførsler fremsatt i det omtalte tilsvaer og øvrig dokumentasjon (jf. vedlegg 14-18) til Oslo Børs er gjengitt i pkt. 3.3 og 5 i det etterfølgende.

3.3 Nærmere om hendelsesforløpet

Basert på informasjon innhentet fra Sandnes Sparebank i forbindelse med Børsens undersøkelser, legger Børsen til grunn et hendelsesforløp som beskrevet i det følgende.

3.3.1 Hendelsene som medførte ytterligere tapsvurderinger og som resulterte i tapsavsetninger og nedskrivninger

De økte tapsavsetningene som ble børsmeldt 21. april (jf. vedlegg 3), og som medførte økte nedskrivninger på ca. NOK 154 millioner i det endelige årsregnskapet for 2015 sammenliknet med hva som var kommunisert i rapporten for 4. kvartal, knyttet seg til hendelser i bankens låneengasjementer med [REDACTED]

De aktuelle hendelsene fant sted etter at banken hadde publisert sin delårsrapport for 4. kvartal. Ved avleggelse av fjerdekvartalsrapporten datert 26. februar 2016 var følgende status på de to engasjementene:

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

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

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

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

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

[Redacted text block]

[Redacted text block]

[Redacted text line]

[Redacted text block]

[Redacted text block]

[Redacted text]. I tillegg 2 til tapsnotatet fremlagt for selskapets revisor (Deloitte) den 14. april 2016 beskrives betydningen av

[Redacted text block]

[Redacted text block]

I tillegg 1 til tapsnotatet fremlagt for Deloitte den 14. april 2016 fremgår det at en manglende [Redacted text]

[Redacted text block]

Det andre låneengasjementet knyttet seg til [REDACTED]. Slik banken har redegjort for har [REDACTED]
[REDACTED] Som
sikkerhet for sitt engasjement med [REDACTED] har banken pant i deler av [REDACTED]
[REDACTED]

Det er opplyst at det den 5. mars 2016 ble kjent at [REDACTED]
[REDACTED] Resultatet var at
[REDACTED], noe som etter bankens vurdering tilsa at det måtte vurderes
ytterligere avsetninger på engasjementet.

Fra bankens tapsnotat fremlagt for Deloitte den 14. april 2016 fremgår det at
konsekvensen av at [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

3.3.2 Bankens håndtering av situasjonen som oppstod 5.-7. mars 2016

- 7. mars – foreløpig vurdering av behov for tapsavsetning

På bakgrunn av hendelsene beskrevet i pkt. 3.3.1 over var selskapets foreløpige vurdering at det kunne bli behov for ytterligere tapsavsetninger og som en konsekvens av dette behov for en emisjon for å nå bankens målsetninger mht. kapitaldekning. Sandnes Sparebank opprettet en prosjektliste 7. mars kl. 09:00 med oversikt over hvem som mottok informasjon om hendelsene. I brev av 16. juni (jf. vedlegg 16, pkt. 3.2) lister selskapet opp en oversikt over de vurderinger og avklaringer som måtte foretas på grunnlag av de to ovennevnte hendelser, herunder:

[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

- Rapport til styremøte 14. mars

I administrerende direktørs rapport utarbeidet til styremøtet avholdt 14. mars (se vedlegg 15) adresseres følgende vedrørende de to hendelsene under punktet "Tapsutsatte engasjement" (vår understrekning):

[REDACTED]
Banken ble 7.3.2016 [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]
Banken har [REDACTED], 5.3.2016, fått vite at [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

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

Administrasjonen ga styret i Sandnes Sparebank en kort presentasjon. Det ble opplyst at banken med høy sannsynlighet ville bli påført høyere tap enn hva man tidligere hadde lagt til grunn (jf. tapsavsetningene i Q4-rapporten). Administrasjonen i banken uttalte at det burde vurderes å øke tapsavsetningene og vurdere å gjennomføre en emisjon. Fra protokoll fra styremøtet hitsettes (vår understrekning):

"Juridisk direktør Jonathan Sunnarvik gikk gjennom to hendelser som har skjedd etter at foreløpig regnskap ble vedtatt i februar: [REDACTED]

Det bør derfor vurderes om økte tapsavsetninger skal tas inn i regnskapsåret for 2015 siden hendelsene vil påvirke verdsettelsen av våre sikkerheter ved årsskiftet 2015/16. Det betyr at det foreløpige regnskapet, som ble fremlagt 26. februar, i så fall må endres. Etter planen skal det endelige regnskapet for 2015 vedtas på styremøte 20. april og i bankens Forstanderskap 28. april. Banken må vurdere å gjøre en emisjon for å dekke tapene.

Styret ber derfor administrasjonen om å gjøre beregninger og få ekstern bistand i arbeidet med å vurdere og belyse ulike konsekvenser av disse problemstillingene. Styret ber styrets leder og nestleder om å følge opp dette arbeidet."

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

- 17. mars - møte med Fondsfinans – handlingsalternativer og kapitalbehov

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

- 18. mars - Oslo Børs mottar underhåndenvarsel (jf. pkt. 3.1 innledningsvis) og Pareto Securities engasjeres som finansiell rådgiver (i tillegg til Fondsfinans).

- I uken etter påske fortsatte arbeidet med å analysere og vurdere avsetningsbehov (basert på behandling i styremøte 14. mars og møtet med Fondsfinans 17. mars), samt at det fant sted dialog med selskapets revisor. Sistnevnte leder frem til at

Deloitte den 30. mars etterspør "nærmere redegjørelse for bankens foreløpige vurderinger av tapsavsetningene knyttet til emisjonsarbeidet" og ber om oppdaterte tapsnotater for de to engasjementene (jf. vedlegg 14, pkt. 1.3).

- 29. mars – due diligence

Juridisk (v/Thommessen) og finansiell due diligence (v/KPMG) prosess startet som ledd i forberedelse til emisjon. Som del av due diligence-undersøkelsene skulle KPMG gjennomgå bankens største engasjementer, "herunder engasjementene med [REDACTED] og bankens indikerte avsetninger knyttet til disse."

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

Fra selskapets redegjørelse av 6. mai (vedlegg 14) siteres: "Som grunnlag for beregning av bankens kapitalbehov ble det estimert et tapsanslag på NOK 155 millioner knyttet til engasjementene med [REDACTED], og det mulige emisjonsprovenyet ble oppjustert til NOK 350-375 millioner. Det ble også lagt til grunn som en forutsetning i emisjonsarbeidet at tapsavsetningene skulle tas i 2015-regnskapet. Det ble fremlagt en tidsplan for gjennomføring av emisjonen med sikte på offentliggjøring 21. april 2016, der det blant annet var lagt opp til at presentasjon for garantister skulle være klar 8. april 2016".

Fra Pareto/Fondsfinans presentasjon¹⁹ hitsettes (Plansje 3):

"NOK 350 - 375m i ny EK sikrer 14,5% ren kjerne per 2015 etter tap

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

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

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

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

Selskapet presiserer i sitt brev av 16. juni (vedlegg 16, pkt. 3.2 side 5) at emisjonsforberedelsen ble gjennomført parallelt med bankens vurderinger av avsetninger og emisjonsbehov og at "de detaljerte tallstørrelser og tidslinjer i

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

presentasjonen av 30. mars 2016 hadde følgelig på dette stadium ingen forankring i bankens beslutningsprosesser".

- 4. april - ekstraordinært styremøte – tapsavsetninger og emisjon

Pareto/Fondsfinans presentasjon av 30. mars fremlagt. Av innkallingen fremkommer at kun én sak er til behandling; "*Orientering om fremdrift – endelig årsregnskap 2015*". Av protokollen fremkommer kun "*Styret ble orientert om muligheten for økte tapsavsetninger for regnskapsåret 2015, samt arbeidet med å forberede en eventuell emisjon. Styret ber om at administrasjonen arbeider videre langs den linjen som er skissert og prosessen som er satt i gang*" (jf. vedlegg 15).

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

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

- 14. april – oppdaterte tapsnotater fra banken til revisor

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

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

- 15. april - finansiell due diligence rapport

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

Etter justert tidsplan la tilretteleggerne opp til å starte arbeidet med å innhente tegninger i et garantikonsortium for fortrinnsrettsemisjon 15. april (mot tidligere 8. april). Dette ble imidlertid ytterligere utsatt pga. at det pågikk diskusjoner med KPMG knyttet til nedskrivningsbehov på andre engasjementer i første kvartal 2016. Mandatavtale med finansielle tilretteleggere signeres. Børsen varsles under hånden (oppdatering, jf. beskrivelse i pkt. 3.1 over).

- 19. april – fremskyndelse av Q1-rapport

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

- 20. april – styremøte

Endelig due diligence rapport foreligger og styremøte blir avholdt. Fra innkallingen til styremøte fremkommer følgende forslag til vedtak av relevans for saken:

Saksnr 42/16 Endelig årsresultat for 2015

Forslag til vedtak: "Styret vedtok det endelige årsresultatet for 2015"

Saksnr 43/16 Resultat for 1. kvartal 2016

Forslag til vedtak: "Styret vedtok regnskapet for 1. kvartal 2016"

Saksnr 44/16 Emisjon

Forslag til vedtak: "Styret foreslår overfor bankens Forstanderskap å gjennomføre en garantert fortrinnsrettet emisjon på 350 millioner kroner"

Administrasjonen redegjorde for størrelsen på nedskrivningene til de to engasjementene etter drøftelse med revisor og behandling i revisjonsutvalg. Det ble også redegjort for hvorfor nedskrivningene ble anbefalt gjort i 2015, herunder korrigerende av foreløpig årsregnskap. Styret vedtok å foreta to nye tapsavsetninger sammenliknet med hva som fremkom i Q4 2015 (etter innstilling fra revisjonskomiteen samme dag) og vedtok herunder årsrapport for 2015 og kvartalsrapporten for 1. kvartal 2016. Det ble vedtatt å foreslå fortrinnsrettet emisjon overfor forstanderskapet (møte 18. mai).

Fra protokollen hitsettes:

Saksnr 42/16 Endelig årsresultat for 2015

Administrasjonen redegjorde for den anbefalte størrelsen på nedskrivningene knyttet til bankens engasjementer med [redacted] etter drøftelser med Deloitte og behandling i revisjonsutvalget. Deretter redegjorde administrasjonen for årsaken til at nedskrivningene ble anbefalt gjort i 2015 med påfølgende korrigerende av årsresultat for 2015 som konsekvens. Tidspunkt for når nedskrivningen skulle gjøres og effekten av dette ble diskutert i styret.

Styret vedtok det endelige og korrigerende årsresultatet for 2015.

Saksnr 43/16 Resultat for 1. kvartal 2016

Styret vedtok regnskapet for 1. kvartal 2016

Saksnr 44/16 Emisjon

På bakgrunn av styrets vedtak om å endre det foreløpige regnskapet for 2015 og bankens resultat for første kvartal 2016, drøftet styret bankens kapitaldekning og økonomiske stilling.

Styret gjennomgikk administrasjonens forslag om å gjennomføre en garantert fortrinnsrettet emisjon på NOK 350 millioner kroner. Det ble opplyst at Pareto Securities og Fondsfinans i perioden 19. til 20. april 2016 har etablert et garantikonsortium bestående av eksisterende egenkapitalbevisiere og noen nye investorer. Selskapspresentasjon og oversikt over garantistene ble fremlagt og vedtatt som foreslått. Styreleder Harald Espedal erklærte seg inhabil både under presentasjonen og når sammensetning av konsortiet ble vedtatt.

Det ble opplyst at den planlagte fortrinnsrettsemisjonen vil øke konsernets rene kjernekapitaldekning med 2,1 prosentpoeng, fra 12,1 % til 14,2 % basert på bankens beregningsgrunnlag per 31. desember 2015. Bankens mål for ren kjernekapital ved utgangen av 2016 er 14,5 %. Emisjonen vil sikre at banken med god margin oppfyller kapitalkravene og har rom for moderat lønnsom vekst og eventuell utdeling av utbytte. Banken vurderer det imidlertid som nødvendig å ha en økt buffer til gjeldende kapitalkrav på grunn av den økonomiske utviklingen i regionen, som øker usikkerheten knyttet til bankens engasjementer og vurderingen av disse, spesielt innenfor olje- og offshore sektoren og tilknyttede næringer.

Det ble opplyst at Finanstilsynet og Oslo Børs har blitt informert muntlig om den pågående emisjonsprosessen og bakgrunnen for denne.

På denne bakgrunn vedtok styret å foreslå overfor forstanderskapet å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon med bruttoproveny på NOK 350 millioner. Basert på råd fra de finansielle rådgiverne og innstillingen fra administrasjonen anser styret at den foreslåtte emisjonen er i bankens og egenkapitalbeviserne beste interesse.

Fortrinnsrettsemisjonen skal etter planen bli vedtatt i ekstraordinært forstanderskapsmøte 18. mai 2016 og emisjonen bli gjennomført innen utgangen av andre kvartal 2016.

For å gjøre det mulig å gjennomføre fortrinnsrettsemisjonen med tegningskurs lavere enn gjeldende pålydende (NOK 100), vedtok styret også å foreslå at pålydende per egenkapitalbevis skrives ned gjennom en overføring av kapital fra vedtektsfestet eierandelskapital til overkursfond.

Forslag til tegningskurs, nytt pålydende og antall nye egenkapitalbevis vil bli vedtatt av styret i forkant av det ekstraordinære forstanderskapsmøtet som skal behandle forslaget om fortrinnsrettsemisjon.

- 21. april - børsmeldinger om tapsavsetninger og emisjon

Børsmeldingene beskrevet i pkt. 3.1 ble offentliggjort.

3.4 Kort om utvikling etter offentliggjøring emisjon og endring av 2015 regnskapet

- 26. april ble innkalling til ekstraordinært forstanderskapsmøte offentliggjort. Denne inneholdt bl.a. forslag til vedtak om kapitalforhøyelse i forbindelse med fortrinnsrettsemisjon.
- 28. april ble protokoll fra ordinært forstanderskapsmøte, avholdt samme dag, offentliggjort. Av denne fremkommer bl.a. at årsregnskapet for 2015 godkjennes og det fattes vedtak om at det ikke skal utbetales utbytte for 2015. Den endelige årsrapporten offentliggjøres deretter.
- 18. mai etter børsslutt offentliggjøres styrets forslag til vilkår for fortrinnsrettsemisjonen, herunder foreslås en tegningskurs på NOK 22,0 og at retten til å delta skal tilfalle egenkapitaleiere per utløp av 18. mai. Det fremkommer at tegningsperioden forventes å starte 25. mai 2016 kl. 09:00 og avsluttes 8. juni 2016 kl. 16:30 norsk tid. Totalt bruttoprovenyet er som tidligere NOK 350 millioner.

Samme dag vedtar forstanderskapet å gjennomføre fortrinnsrettsemisjonen. Kursen på bankens egenkapitalbevis var handlet på NOK 50 før offentliggjøringen av disse

børsmeldingene, og åpner på NOK 28,0 den 19. mai.

- 23. mai offentliggjøres børsmelding om at prospektet for fortrinnsrettsemisjonen er godkjent av finanstilsynet.
- 8. juni kl. 16:30 utløper tegningsperioden og handel i rettene avsluttes. Dagen etter offentliggjøres foreløpig resultat av fortrinnsrettsemisjonen, herunder at denne var overtegnet med ca. 18,1 prosent.
- 13. juni offentliggjøres endelig resultat av fortrinnsrettsemisjonen og det bekreftes at tildeling er foretatt. Emisjonen var overtegnet med 18,2 prosent, det ble ikke gjort noen tildeling til tegnere uten tegningsretter.

4. Rettslig grunnlag

4.1 Informasjonsplikt for utstedere

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) (vår understrekning):

“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.”

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 spesifikke²⁰.

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. 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, 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.*

²⁰ Høringsnotat av 1. mars 2004 side 15 "Begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. – implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv".

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.*

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 verdipapirforskriften § 5-1 at utsteder ved utsatt offentliggjøring uoppfordret og umiddelbart skal varsle Børsen om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen. Tilsvarende plikt følger av løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3). En underretning til børsen gir børsens markedsovervåkningsfunksjon anledning til å intensivere markedsovervåkingen av selskapets aksjer og anvende virkemidler i kursnoteringen, slik 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. Bankens anførsler og merknader

5.1 Tilsvaret - anførsler

Oppsummeringsvis har banken i sitt tilsvarende (brev av 8. august inntatt gjennom vedlegg 18) på forhåndsvarsel om mulig sanksjon anført følgende:

Nytt faktisk grunnlag - Banken har anført at Børsens i sitt varsel om vedtak, der det konkluderes med at banken villedet allmennheten, introduserer et nytt faktisk grunnlag etter at undersøkelsene ble innledet. Da undersøkelsene ble innledet gjaldt disse endringene i årsregnskapet for 2015 og emisjon. Banken mener at børsen utarbeidet varsel om vedtak på nytt faktisk grunnlag uten forutgående kontradiksjon, noe som reiser spørsmål ved saksbehandlingen og om allmennheten ble villedet, samt spørsmålet om sanksjon av banken.

Banken har anført at varselet om vedtak bygger på feilaktig rettsanvendelse, brudd med børsens tidligere praksis og misforståelser av sentrale faktiske forhold.

Allmennheten ble ikke villedet - Banken anfører at hverken delårsrapporten for fjerde kvartal 2015 eller annen kommunikasjon fra Sandnes Sparebank ga uttrykk for at "*større nedskrivninger neppe er nært forestående*" eller noe som for øvrig skulle tilsi at de senere hendelsene i [REDACTED] innebar endringer "*i motsatt retning av det informasjonsbildet*" banken hadde skapt. Allmennheten ble derfor ikke villedet av utsettelsen av offentliggjøringen.

Videre var det ikke etablert noen markedsforventning om at det neppe ville komme større nedskrivninger i Sandnes Sparebank fremover. Dette er i strid med den alminnelige oppfatning i markedet og analytikerrapporter bekrefter det samme. Allmennheten ble derfor ikke villedet av utsettelsen av offentliggjøringen.

Adgangen til utsettelsen av offentliggjøringen bortfalt ikke senere. Det foreligger ikke rettskildegrunnlag for å hevde at adgangen til å utsette offentliggjøring senere bortfalt fordi banken fikk "mer informasjon" som banken "dermed kan konkretisere i en børsmelding".

Misforståelser - Det forelå ikke opplysninger i banken forut for 20. april 2016 av en slik karakter at allmennheten ble villedet ved at disse ikke ble offentliggjort. Børsen har misforstått flere forhold relatert til evt. offentliggjøring av tap per 30. mars 2006:

- "Feilprising" av bankens egenkapitalbevis fordi markedet mangler informasjon er en naturlig konsekvens av utsatt offentliggjøring.
- Kursfallet på ca. 22,5 % etter offentliggjøring av børsmeldingen 21. april 2016 (jf. vedlegg 3) "illustrerer" ikke feilprisingen av bankens egenkapitalbevis. Denne meldingen, samt øvrige børsmeldinger publisert denne dagen (jf. vedlegg 4 – 8) inneholdt annen relevant informasjon, handelen i forkant var på relativt høye kurser og det er liten likviditet.
- Det er ikke riktig at det frem til 30. mars 2016 oppsto en økende grad av informasjonsasymmetri. Bankens vurderingsprosesser av tapsanslag foregikk primært i perioden etter denne datoen.
- Revisors etterspørsel etter tapsnotater gir ikke en indikasjon på at arbeidsprosessene hadde kommet langt på dette tidspunktet.
- Banken hadde ikke forventninger om betydelig høyere tap enn markedet og ingen klar oppfatning av tapenes størrelsesorden og regnskapsmessige effekter.
- Tidsperioden fra de aktuelle hendelser inntraff indikerer ikke at bankens vurderinger hadde fått en større grad av fasthet.
- Det faktum at nedskrivningene endte opp tilsvarende bankens konservative tapsanslag 30. mars, er uten relevans for vurdering av bankens informasjonshåndtering.

Potensielle skadevirkningene for banken oppveiet markedets behov for informasjonen. De potensielle skadevirkningene for banken ved å offentliggjøre mulige tapsavsetninger per 30. mars ville vært store, og oppveiet markedets behov for fremskyndet tilgang til informasjonen. Banken anfører at det ikke ville vært mulig å offentliggjøre potensielle tapsavsetninger uten å offentliggjøre eller avsløre emisjonsplaner. Melding om mulige tapsavsetninger uten en løsning i form av en garantert emisjon ville vært skadelig for banken i forhold til funding, innskudd, fall i verdien på egenkapitalbevisene og mulighetene for å oppnå garantier for emisjon er uvisst.

Rettslig norm - Banken anfører at den normen Oslo Børs benytter i sine vurderinger er (i) atskillig strengere enn det som er forutsatt i tidligere børspraksis og tidligere kommunisert fra Oslo Børs, (ii) ikke knyttet til de kriterier som oppstilles i ESMA's veiledning eller børssirkulæret og (iii) i strid med forarbeidenes krav om en interesseavveining der skadevirkningene for utstederselskapet vurderes og hensyntas.

Kommende regler for kredittinstitusjoner. Banken anfører at det må tas hensyn til at det i den nye markedsmisbruksforordningen kommer nye regler for kredittinstitusjoner som utvider adgangen til å utsette offentliggjøring for å sikre "the financial stability of the issuer" og "preserve the stability of the financial system".

Tillit og stabilitet i finanssektoren. Banken anfører at børsen ikke eller i svært begrenset grad vektlegger de særskilte behov for tillit og stabilitet som gjør seg gjeldende i finanssektoren.

Trygghet for vurderinger – Banken viser videre også til behov for trygghet for selskaper som utsetter offentliggjøring etter sin beste vurdering av foreliggende faktiske forhold og myndighetsveiledning. Det må være en noenlunde klar og forståelig norm for adgangen til utsatt offentliggjøring.

Sandnes Sparebank har i vedlegg til brev av 8. august 2016 en lengre og detaljert sammenfatning sine anførsler. Inn tatt som Vedlegg 18.

5.2 Øvrige merknader mottatt før tilsvaret på forhåndsvarsel om mulig sanksjon

5.2.1 Innsideinformasjon – brev av 6. mai 2016

Når det gjelder spørsmålet om når innsideinformasjon oppsto, varslet banken Børsen under hånden den 18. mars 2016 og informerte herunder om at man var eller var i ferd med å komme i en innsidedeposisjon. På etterfølgende forespørsel fra Børsen (jf. vedlegg 10) til banken om når man anså at de forelå innsideinformasjon redegjør banken som følger (jf. vedlegg 14, pkt. 2):

"Sandnes Sparebank opprettet en prosjektliste mandag 7. mars 2016 basert på hvem som mottok informasjon om hendelsene knyttet til henholdsvis [REDAKERT]."

Sandnes Sparebank opprettet av forsiktighetsgrunner innsideliste 14. mars 2016 vedrørende mulige tapsavsetninger og emisjon. På dette tidspunkt var det usikkert hvor store avsetninger som burde gjøres knyttet til engasjementene med [REDAKERT], jf. nærmere over, og om det ville bli gjennomført en emisjon. Banken vurderte imidlertid i samråd med sin juridiske rådgiver om morgenen den 18. mars 2016 at det var riktig å underrette Oslo Børs underhånden om at banken var, eller var i ferd med å bevege seg inn i, en innsidesituasjon knyttet til mulige nedskrivninger og emisjon.

Prosjektlisten som ble opprettet den 7. mars 2016 ble senere innarbeidet som en del av listen opprettet den 14. mars 2016."

5.2.2 Legitim interesse – brev av 6. mai og 16. juni 2016

På forespørsel om bankens vurdering av hvorvidt vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt, herunder særskilt vilkåret om at "*allmennheten ikke villedes av utsettelsen*" vises det til selskapets redegjørelse av 6. mai 2016 (vedlegg 14, pkt. 5). Herunder hitsettes;

Vedrørende vilkåret om "legitim interesse":

"(...) Vi legger til grunn at det ikke er tvilsomt at banken hadde legitime interesser i å utsette offentliggjøring av behovet for tapsavsetninger og tilhørende emisjonsbehov. Det var avgjørende for banken å kunne vurdere om det var behov for avsetninger, avsetningenes størrelse, om avsetningene burde gjøres i årsregnskapet for 2015 eller første kvartal 2016, emisjonsmodell og emisjonens størrelse uten å måtte holde markedet løpende informert. En offentliggjøring til markedet av den pågående prosess på et tidligere tidspunkt ville ha vært egnet til å medføre spekulasjoner og vilkårlige svingninger i aksjekursen, som igjen ville kunne påvirket bankens mulighet til å hente kapital og vilkårene for dette".

Videre utdypes det i brev av 16. juni pkt. 5.2 (vedlegg 16) at dersom banken hadde offentliggjort opplysninger om de pågående vurderinger på et tidligere stadium, før en endelig løsning var på plass og garantikonsortiet etablert, ville utfallet av prosessene kunne blitt påvirket. Dette begrunnes med at man i en melding måtte ha indikert nivåer for avsetninger og emisjon og at dette ville legge føringer for de endelige tapsavsetningene. Videre ville tilliten til banken ha blitt skadet av etterfølgende vesentlige endringer, og påvirket garantistenes villighet til å garantere, mv. I brevets pkt. 5.3.3 redegjøres det ytterligere for de skadevirkninger som selskapet ville stått overfor dersom man hadde offentliggjort mulige tapsavsetninger og emisjon på et tidligere stadium. Herunder nevnes blant annet:

- Dramatiske konsekvenser for banken og mulighetene for å gjennomføre planlagt kapitalisering, herunder at det kunne bli satt i gang bevegelser som kommer ut av kontroll og som medfører at problemene eskalerer ut av proporsjoner
- Mulig svikt i bankens funding, risiko for at innskuddsmassen ble redusert
- Tap av tillit i sertifikat- og obligasjonsmarkedet

5.2.3 Villedning – brev av 6. mai 2016

Vedørende vilkåret om at "allmenheten ikke villedes" hitsettes følgende fra brevet av 6. mai (vedlegg 14, pkt. 5);

(...) I forhold til spørsmålet om emisjonen nøyer vi oss på denne bakgrunn med å påpeke at det i kvartalsrapporten ikke var gitt feilaktige eller misvisende opplysninger om bankens emisjonsbehov. Det fremkom av rapporten at det var lagt opp til balansetilpasninger for å oppnå de kommuniserte kapitalmålsetningene, men ikke noen emisjon. Det var med andre ord ikke lagt inn noen forutsetning om emisjon i det kommuniserte kravet om ren kjernekapital på 14 % innen utgangen av 2016 eller 14,5 % innen utgangen av 2017. Dette dreide seg om en ren faktaopplysning. Kvartalsrapporten var på dette punkt hverken ment eller formulert som en guiding om at banken ikke ville kunne ha behov for å hente ny egenkapital i 2016 dersom endrede forhold skulle tilsi dette, og langt mindre var rapportens opplysninger ufullstendige eller feilaktige. Banken vurderte dermed ikke at det skulle være noen usikkerhet knyttet til adgangen til å utsette offentliggjøring av arbeidet med en emisjon, og det synes da heller ikke Oslo Børs å ha gjort.

Tilsvarende var det etter bankens vurdering adgang til å utsette offentliggjøring av utviklingen i engasjementene med [REDAKERT]. Behovet for ytterligere avsetninger var knyttet til begivenheter som inntraff i mars 2016, og innebar følgelig ikke at regnskapstallene per 31. desember 2015 som presentert i fjerdekvartalsrapporten 26. februar 2016 ikke var korrekte, eller bygde på feil eller utelatelser.

Basert på de nye omstendigheter som oppsto i mars 2016 som beskrevet over, var det imidlertid allerede rett før påske klart for banken at var behov for å gjøre nye tapsvurderinger knyttet til [REDAKERT], og at det kunne bli aktuelt å gjøre avsetninger på disse engasjementene av en slik størrelse at det var behov for en emisjon. Hvorvidt det faktisk var behov for ytterligere tapsavsetninger ut over det som var gjort i fjerde kvartal 2015, hvor store disse ville bli, og om de skulle tas på årsregnskapet for 2015 eller i første kvartal 2016, var langt mindre gitt. Det dreier seg om store og komplekse engasjementer, og en grundig avsetningsvurdering av disse i samråd med revisor tar nødvendigvis mye tid. (...)

For øvrig påpeker vi at offentliggjøring av arbeidet med en mulig emisjon og underliggende tapsavsetninger under enhver omstendighet ikke ville vært egnet til å gi allmenheten

adekvat informasjon. Som redegjort for over, var de foreløpige avsetningenes størrelse og periodisering utarbeidet i forbindelse med emisjonsforberedelsene. Bankens videre vurderinger og drøftelser med revisor ville kunne medført vesentlige endringer i avsetningene, det samme kunne ny utvikling eller endrede forutsetninger gjøre. Avsetningsbeløpene ble diskutert med revisor frem til revisjonsutvalgets behandling, og revisor uttrykte overfor revisjonsutvalget at det var stor usikkerhet rundt [REDAKERT]. Videre ble innhenting av garantister forskjøvet helt til 19. april som følge av diskusjoner med KPMG knyttet til andre nedskrivningsvurderinger. Dersom Sandnes Sparebank skulle offentliggjort de mulige avsetningene og deres potensielle størrelse på et tidligere tidspunkt enn da forholdet ble børsmeldt, ville det vært en betydelig risiko for at det kunne skje endringer i disse, og at banken dermed måtte oppdatert markedet løpende nettopp for å unngå å "villedde allmennheten". Markedet ville da også måtte fått informasjon om den planlagte emisjonen og utviklingen i arbeidet med denne. (...)

6. Børsens vurdering

For å kunne konkludere i spørsmålet om Sandnes Sparebank har brutt sin informasjonsplikt, jf. vphl. § 5-2, må det vurderes om opplysningene om de to hendelsene som inntraff henholdsvis 5. og 7. mars 2016, og som endret forutsetningene for bankens tapsberegninger og dermed medførte betydelige økte nedskrivninger i endelig årsrapport for 2015 samt plan om kapitalinnhenting, samlet eller hver for seg utgjorde innsideinformasjon som definert i vphl. § 3-2 før offentliggjøring 21. april 2016. Kjernen i spørsmålet er da om, og i så tilfelle på hvilket tidspunkt, informasjonen utgjorde presise opplysninger som var egnet til å påvirke kursen merkbart.

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

Videre må det vurderes om vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt fom. 18. mars, da selskapet iverksatte utsatt offentliggjøring i medhold av vphl. § 5-3.

Banken har anført at det i varslet om vedtak av 24. juni 2016 er introdusert nytt faktisk grunnlag for saken, jf. bankens tilsvarende pkt. 4 inntatt som vedlegg 18. Børsen kan ikke se at det skal være grunnlag for å hevde dette. Den innledende undersøkelsen dekket hele sakskomplekset bredt. Børsen har ved flere henvendelser bedt om informasjon vedrørende tapsanslagene og villedning var da et av temaene som ble undersøkt. Videre ber børsen i sin avsluttende forespørsel av 10. juni 2016 banken redegjøre for hvilke anslag for tap som forelå på de ulike tidspunkter (vedlegg 13). Banken er gitt god anledning til å kommentere de faktiske forholdene i sitt tilsvarende, noe de også har gjort. Alle anførselene angitt i tilsvaret fra banken er vurdert av børsen før endelig vedtaksbrev ble ferdigstilt.

6.1 Innsideinformasjon

6.1.1 Presise opplysninger

Som redegjort for i pkt. 4.1 over stiller loven vilkår om at opplysningene i det minste indikerer at en omstendighet har inntruffet, eller med rimelig grunn kan ventes å ville

inntreffe. Kravet loven stiller til opplysningenes presisjon er hovedsakelig 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 kursen²¹.

Når det gjelder bankens engasjement knyttet til [REDACTED], offentliggjorde [REDACTED] melding om [REDACTED] den 5. mars. Det antas således at denne begivenheten isolert sett var å anse som "*offentlig tilgjengelig eller allment kjent*". Konsekvensen av [REDACTED] dvs. at banken vurderte ytterligere tap på engasjementet ettersom bankens sikkerhet knyttet til kontantstrømmene fra [REDACTED], må imidlertid ansees som en begivenhet som ikke var allment kjent og som på et tidspunkt ville kunne utgjøre "presise opplysninger".

Meldingen om at kjøpergruppen hadde [REDACTED] utgjør også en inntruffet begivenhet. [REDACTED]

[REDACTED] Etter Oslo Børs sin forståelse gjaldt dette kompensasjon i forbindelse med [REDACTED]

[REDACTED]. Det presiseres at disse konsekvensene fremgår i tapsnotat som ble oversendt Deloitte 14. april 2016, slik at det ikke nødvendigvis var slik at banken hadde oversikt over disse konsekvensene da de mottok melding om at [REDACTED].

Banken har vist til at det frem til 14. april ble arbeidet med ulike [REDACTED]

Etter Børsens syn er ikke usikkerhet om hvor store nedskrivninger man ville ende opp med og hvilket kapitalbehov dette ville medføre, avgjørende i vurderingen av om det foreligger inntrufne begivenheter som utgjør presis informasjon. Det vesentlige er at opplysningene er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse begivenhetene på kursen til egenkapitalbevisene. Selv om det heftet usikkerhet med tanke på størrelsen på de aktuelle tapsanslagene, kan det ikke, etter børsens vurdering, være tvil om at det tidlig i prosessen var klart for banken at de to hendelsene ville generere betydelige økninger i tapsavsetningene utover det som ble kommunisert i fjerdekvartalsrapporten. Som det fremkommer bl.a. i Bankens tilsvarende av 8. august (vedlegg 18. pkt 7.3.1) bestrider selskapet dette. Herunder anføres det at det heller ikke "*lå an til slike betydelige økninger i tapsavsetningene*" i de estimatene Fondsfinans opererte med i sin presentasjon 17. mars. Børsen finner at dette rimer dårlig med den informasjon som fremkommer av styrepapirene i den nevnte perioden, jf. pkt. 6.1.2 nedenfor.

Oslo Børs mener at det allerede kort tid etter 7. mars forelå presise opplysninger knyttet til sannsynlige tap på de aktuelle låneengasjementene som var tilstrekkelig spesifikke til å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse begivenhetene på kursen til bankens egenkapitalbevis. Det vises også til protokollen fra styremøtet i banken avholdt 14. mars der det fremgår at "*banken med høy sannsynlighet vil bli påført større tap enn*

²¹ Jf. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 4.5

hittil beregnet". Graden av usikkerhet og størrelsen vil imidlertid påvirke kurssensitiviteten av opplysningene.

6.1.2 Kurspåvirkningspotensialet

Spørsmålet om og eventuelt når opplysningene drøftet over hadde et tilstrekkelig kurspåvirkningspotensiale skal bedømmes ut fra "fornuftig investor-testen". Som nærmere redegjort for i pkt. 4.1 over skal det foretas en vurdering av om opplysningene var av en slik art og virkelighet at det er sannsynlig at en fornuftig investor ville ha handlet annerledes om opplysningene var tilgjengelig.

Banken har forklart at begge engasjementene var klassifisert som tapsutsatte engasjementer. Tapsutsatte engasjementer betyr ifølge banken at engasjementene allerede er nedskrevet, jf. rapport for 4. kvartal note 4 (tap). I bankens fjerdekvartalsrapporten fremgår det videre at den totale størrelsen på tapsutsatte engasjementer utgjorde NOK 426,4 millioner per 31. desember 2015 (netto størrelse på tapsutsatte engasjementer etter individuelle nedskrivninger utgjorde NOK 193,7 millioner). Banken har videre opplyst at engasjementene i [REDACTED]

Som det fremkommer av pkt. 3.1 (gjengivelse av hovedpunkter fra selskapets rapport for fjerde kvartal) utgjorde netto tap og nedskrivninger til sammen NOK 17,8 millioner i fjerde kvartal 2015. I dette inngikk [REDACTED]

[REDACTED]. Av rapporten for fjerde kvartal fremkommer det videre at netto tap/nedskrivninger for regnskapsåret 2015 var NOK 50,3. Totalresultatet for 2015 var i samme regnskap angitt til NOK 74,4 millioner.

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

Utviklingen av de antatte størrelsene på tapsanslagene er ikke nærmere konkretisert av banken i deres kommunikasjon med Børsen. På denne bakgrunn rettet Børsen en henvendelse til banken 10. juni (vedlegg 13) hvor man ga uttrykk for at man antok at det allerede tidlig i prosessen må ha foreligget konkrete anslag eller en "range", selv om disse var usikre og gjenstand for kontinuerlig vurdering. Banken ble bedt om å oversende en mer detaljert oversikt over hvilke anslag som forelå på de ulike tidspunkter i perioden fra 7. mars og frem til de aktuelle børsmeldingene ble offentliggjort av selskapet 21. april.

I sitt svar på Børsens forespørsel av 10. juni har banken i brev av 20. juni (vedlegg 17) forklart at utarbeidelsen av tapsanslagene var en gradvis prosess, og det ikke ble fremlagt estimater ut over anslaget på MNOK 154,4 som ble oversendt revisor 14. april. Videre angir selskapet at "*det gir liten mening å snakke om anslag eller range for tapsavsetninger på et tidligere tidspunkt*".

Børsen har forståelse for at beregningen av tapsanslagene og størrelsen på den regnskapsmessige nedskrivningen var en omstendelig prosess som utviklet seg over tid. Børsen ser imidlertid av dokumentasjonen som er mottatt at det gis klare indikasjoner på at det har foreligget slike anslag også før 14. april (jf. pkt. 3.3.2 over). Allerede 14. mars fremstod det som høyst sannsynlig at banken ville bli påført et større tap enn det som var kommunisert i Q4 rapporten. Videre at banken burde vurdere å innta økte tapsavsetninger på regnskapet for 2015 og at det måtte vurderes å gjøre en emisjon (jf. gjengivelse av administrerende direktørs rapport til styret i forkant av styremøte 14. mars og styreprotokoll fra dette møtet, se pkt. 3.3.2). I møte 17. mars presenterer Fondsfinans et anslag på egenkapitalbehov på MNOK 200-300 basert på bankens foreløpige intervaller for mulige tapsavsetninger. Selv om dette dreide seg om foreløpige anslag, og emisjonsrammen senere ble hevet, må det ha vært klart for banken at det forelå et betydelig avvik mellom bankens tidligere kommuniserte tapsanslag og hva de nye tapsvurderingene ville medføre. Dette til tross for at anslagene ikke var endelig kvantifisert, ble vurdert som usikre og at man hadde behov for å drøfte disse med revisor. Bankens fortsatte å analysere og vurdere avsetningsbehov i perioden etter 17. mars. 29. mars ble det igangsatt due diligence undersøkelser, hvor man bl.a. skulle vurdere bankens indikerte avsetninger. 30. mars er Fondsfinans' egenkapitalbehov blitt oppjustert til NOK 350-375 basert på bankens tapsanslag på MNOK 155.

Et viktig moment i vurderingen av potensialet for kurspåvirkning er den informasjon som utstederselskapet tidligere har gitt til markedet. Både i kvartalsrapporten for tredje og fjerde kvartal 2015 ble det fremholdt at "*Til tross for svakere makro utvikling, er det en positiv utvikling i tapsutsatte engasjement*". Denne formuleringen ble inntatt under hovedpunkter for kvartalet og gjengitt i børsmeldingen, presentasjonen og kvartalsrapporten både i rapporten for tredje- og fjerde kvartal 2015. På denne bakgrunn hadde banken gjennom sin kommunikasjon med markedet bidratt til å fremheve en positiv utvikling og det er rimelig å anta at dette bidro til å heve kurspåvirkningspotensialet ved etterfølgende endringer i vurderingen av de tapsutsatte engasjementene.

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

Vurderingen av kurspåvirkningspotensialet skal som nevnt i pkt. 4.1 foretas på tidspunktet for av den aktuelle hendelse. Kursfallet 21. april, dvs. dagen da børsmeldingene om økte nedskrivninger, endring av 2015 regnskapet og emisjon ble offentliggjort, gir en indikasjon på opplysningenes sensitive karakter allerede tidlig i prosessen. Riktignok offentliggjøres det flere børsmeldinger den 21. april, men kursfallet på 22,5 prosent illustrerer kurspåvirkningspotensialet, selv om en tidligere børsmelding ikke nødvendigvis ville resultert i et så betydelig fall.

I dagene før styremøtet 14. mars ble det jobbet med de omtalte problemengasjementene, som utgjorde en vesentlig andel av de tapsutsatte engasjementene (jf. pkt. 6.1.2 annet avsnitt), og deres implikasjoner. Videre protokollfører styret 14. mars at "*Dette betyr at banken med høy sannsynlighet vil bli påført større tap enn hittil beregnet*" (...) "*Banken må vurdere å gjøre en emisjon for å dekke tapene*", mv. (jf. pkt. 3.3.2), noe som gir en indikasjon på at det kan ha foreligget innsideinformasjon allerede 14. mars. Det protokollføres også at man skal hente inn ekstern bistand. Den 17. mars ble det avholdt møte med Fondsfinans hvor

handlingsalternativer og anslag på kapitalbehov ble fremlagt. Børsen mener derfor at det under enhver omstendighet ikke kan være tvil om at den informasjon som forelå 17. mars var av en slik karakter at en *"fornuftig investor sannsynligvis vil benytte [informasjonen] som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning"*.

Oslo Børs mener på denne bakgrunn at det senest ettermiddagen 17. mars 2016 hadde oppstått *"presise opplysninger"* som var egnet til å *"påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart"*, og selskapet således besatt innsideinformasjon.

Selskapet svarer ikke helt presist på når de anser at det forelå innsideinformasjon, men angir i sitt brev av 6. mai at de i samråd med sin juridiske rådgiver om morgenen den 18. mars fant det riktig å informere Børsen *"om at man var eller var i ferd med å komme i en innsideposisjon"*.

Til tross for at det bestrides av selskapet (jf. tilsvaret av 8. august pkt. 7.3.1, inntatt som vedlegg 18), er Børsen av den formening at det selv med den usikkerhet som forelå både mtp. tapsavsetningenes endelige størrelse og størrelse på emisjon, stod man 17. mars overfor en situasjon hvor det med sikkerhet forelå behov for betydelige tapsavsetninger og dertil nedskrivninger. At dette ville være vanskelig å kommunisere til markedet er uten betydning for om det faktisk forelå innsideinformasjon, men vil åpenbart ha betydning for spørsmålet om det forelå grunnlag for utsatt offentliggjøring av informasjonen. Selskapet synes heller ikke å bestride at det forelå innsideinformasjon på dette tidspunktet.

Det avgjørende i denne saken blir etter dette hvorvidt vilkårene for utsatt offentliggjøring (jf. vphl. § 5-3) forelå fra og med ettermiddagen 17. mars og frem til offentliggjøring på morgenen 21. april.

6.2 Nærmere om adgangen til utsatt offentliggjøring

6.2.1 Utsatt offentliggjøring besluttes av selskapet og kan i ettertid overprøves av Oslo Børs

Dersom utsteder beslutter utsatt offentliggjøring skal Børsen umiddelbart gis melding om forholdet, herunder bakgrunnen for utsettelsen. Som beskrevet i pkt. 3.1 over, mottok Børsen melding fra banken om utsatt offentliggjøring 18. mars, samt en oppdatering på prosessen 15. april.

Selskapet synes imidlertid å anføre at Børsen har en selvstendig aktivitetsplikt overfor utsteder ved mottak av meldinger om utsatt offentliggjøring og at det skal ha betydning for vurderingen av selskapets overtredelse av informasjonsplikten. Det vises blant annet til brev av 6. mai 2016 (jf. vedlegg 14) der banken skriver at:

"Vi noterer oss også at Oslo Børs underveis ikke stilte spørsmål ved muligheten til å utsette offentliggjøring av nedskrivningsvurderinger med sikte på offentliggjøring samtidig med styrets behandling av årsregnskapet, til tross for at børsen var gjort oppmerksom på selskapets planer i så måte."

I brev av 16. juni (jf. vedlegg 16) anføres det videre, ifm. varsling av Børsen om forholdet, at

"Overfor børsen ga banken etter det vi kjenner til mer informasjon og flere detaljer om prosessen enn det som er vanlig ved underretningen om utsatt offentliggjøring".

Dette er ikke en oppfatning som deles av Børsen. Underretningen som ble mottatt var relativ knapp og i tråd med det som er vanlig. Uavhengig av dette er det uansett ikke slik at Børsen overtar ansvaret for utsteders beslutningen om utsatt offentliggjøring eller hvorvidt vilkårene er oppfylt.

Verdipapirhandelloven § 5-3 åpner for at selskapet kan utsette offentliggjøring av innsideinformasjon gitt at visse vilkår er oppfylt (jf. pkt. 4.2 over). Regelen gjennomfører markedsmisbruksdirektivet artikkel 6. nr. 2 som lyder (vår understrekning):

"An issuer may under his own responsibility delay the public disclosure of inside information."

Det er klart etter markedsmisbruksdirektivet at ansvaret for vurderingen av om vilkårene for utsatt offentliggjøring foreligger påhviler utstederforetaket. Tilsvarende er også nærmere presisert i børssirkulære nr. 3/2005 "Nye regler om informasjonsplikt mv." pkt. 3.6.1 andre og tredje avsnitt hvor det bl.a. fremkommer;

"(...) Vurderingen av om vilkårene er oppfylt påhviler selskapet, og slik utsettelse vil kun være tillatt så lenge vilkårene er til stede. (...)"

"Det vil ikke etableres noen ordning for forhåndsgodkjennelse av utsatt offentliggjøring – det skjer på selskapets eget ansvar. Børsen og eventuelt Kredittilsynet vil eventuelt komme inn i ettertid for vurdering av om vilkårene var oppfylt, naturlig nok med utgangspunkt i situasjonen slik den fremstod på det tidspunkt selskapet besluttet å utsette offentliggjøringen."

og pkt. 3.6.2 siste avsnitt;

"Det understrekes at ansvaret for å vurdere hvorvidt vilkårene for utsatt offentliggjøring er tilstede i ethvert tilfelle vil påhvile selskapet. Børsen vil således ikke overprøve selskapets vurdering i forbindelse med mottak av underretningen om utsatt offentliggjøring. Skulle det imidlertid i ettertid vise seg at vilkårene for utsatt offentliggjøring ikke var tilstede, vil selskapet kunne sanksjoneres ved overtredelsesgebyr, jf. børsforskriftens § 25-5."

Tilsvarende ble også inntatt i børssirkulære nr. 7/2005 "Nye børsregler om opptak av aksjer/grunnfondsbevis og obligasjoner samt løpende forpliktelser for utstedere".

Hensynet bak bestemmelsen i verdipapirforskriften om at utsteder uoppfordret og umiddelbart skal gi Børsen melding om forholdet er å gi Børsens overvåkningsfunksjon anledning til å intensivere overvåkingen av selskapets finansielle instrumenter og anvende virkemidler i kursnoteringen som børspause og suspensjon dersom det er grunn til å tro at noen i markedet er i ferd med å bli kjent med opplysningene. Hensynet bak varslingsplikten er således ikke at Børsen skal godkjenne eller etterprøve selskapets vurdering av hvorvidt vilkårene er oppfylt. Dog vil Børsen, ut fra en presumtivt felles interesse for selskapet og Børsen om at selskapene ikke skal komme i brudd gjeldende børsregler, kunne diskutere med selskapet der hvor selskapet etterspør en dialog med Børsen. Børsen vil i slike tilfeller kunne gi innspill som selskapet kan ta med inn i sine vurderinger. Videre er det slik at det er selskapet selv som står informasjonen nærmest og som må ta ansvar for hvorvidt vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylt. I det nærværende tilfellet ble slik dialog ikke etterspurt, og Børsen hadde ikke, på bakgrunn av den begrensede informasjonen som ble gitt, grunnlag for å tilkjenne tvil ved

selskapets vurderinger av om vilkårene var oppfylt. I denne forbindelse var det også av betydning at det var selskapets juridiske rådgiver, med betydelig kompetanse på saksfeltet, som avga underretningen på selskapets vegne. Det forelå derfor ikke noen forpliktelse for Børsen til å overprøve bankens beslutning om utsatt offentliggjøring, og bankens rådgiver inviterte heller ikke til slik dialog. Det at utstedere ønsker dialog i slike kompliserte saker er ikke uvanlig, og imøtekommes av Børsen.

6.2.2 Forholdet til utsatt offentliggjøring – opplysningen behandles konfidensielt

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

6.2.3 Forholdet til utsatt offentliggjøring – selskapets legitime interesser

Som nærmere redegjort for i pkt. 4.2 over angir bestemmelsen i vphl. § 5-3 to typiske tilfeller av legitime interesser der en utsteder kan utsette offentliggjøring av innsideinformasjon (forutsatt at lovens øvrige vilkår er oppfylt). For det første gjelder det situasjoner der utstedere er i pågående forhandlinger hvor resultat eller normal gjennomføring ventes å bli påvirket av offentliggjøring, og videre beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre i kraft som følge av utstederes organisering.

Om det forelå "legitime interesser" per ettermiddagen 17. mars er en vurdering ex-ante av hvilken skade det ville ha påført banken og dets egenkapitalbevisiere å offentliggjøre en melding på dette tidspunktet.

Børsen antar at banken innenfor et visst tidsrom hadde legitime interesser i å avklare enkelte av forholdene rundt de aktuelle engasjementene. Videre er prosessene rundt beregningen av tapsanslagene og et eventuelt kapitalbehov to prosesser som drives parallelt, og som samtidig er avhengig av hverandre i den betydning at størrelsen på nedskrivningene vil ha betydning for størrelsen på emisjonen.

Banken har i sitt brev av 16. juni 2016 blant annet vist til at:

"dersom banken hadde offentliggjort opplysninger om de pågående vurderinger på et tidlig stadium, før endelig løsning var på plass og garantikonsortiet etablert, ville utfallet av prosessene kunne blitt påvirket".

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

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

Uten å gå nærmere inn på hva en eventuell melding skulle angitt, kan Børsen vanskelig se at det ville være uforsvarlig overfor markedet å offentliggjøre informasjon om tapsanslag, eller et foreløpig intervall, gitt at det tydelig ble kommunisert den usikkerhet som forelå knyttet til de foreløpige estimatene. Dette til tross for at man den 17. mars på

ingen måte hadde konkludert med nedskrivningenes størrelse eller hvorvidt disse skulle tas på regnskapet for 2015 eller Q1 2016.

Oslo Børs mener at markedet er godt egnet til å håndtere usikkerhet, gitt at forutsetningene for denne usikkerheten identifiseres. En offentliggjøring av informasjonen som forelå per 17.mars, med en tilhørende identifisering av forutsetningene og usikkerhet, ville gitt markedet denne muligheten, og et grunnlag for en mer korrekt prising av selskapets egenkapitalbevis enn hva som var tilfelle i perioden 17. mars – 20. april. Hvorvidt man på dette stadiet ville valgt å offentliggjøre at man vurderte å gjennomføre en emisjon, ville i tilfelle vært en separat vurdering. I vurderingen er det relevant å peke på at det, slik Børsen forstår det, ikke var aktuelt at banken ville komme i brudd med gjeldende kapitaldekningskrav og at en emisjon var påkrevd ut fra bankens evne til å overleve, men snarere at man ønsket å opprettholde bankens tidligere kommuniserte kapitaldekningsmålsetninger og å være rustet til å møte fremtiden. Se for øvrig nærmere omtale vedrørende dette i pkt. 6.2.4 under.

Børsen er i tvil om hvorvidt det forelå legitime interesser for å utsette offentliggjøring av forventede økte tap på engasjementene, sammenliknet med det som ble kommunisert i selskapets Q4 rapport som følge av hendelsene som inntraff 5. - 7. mars, etter 17. mars. Børsen har i denne saken valgt å ikke overprøve selskapets skjønn, og har således latt denne tvilen tale i favør av selskapet. Selskapets vurdering på dette punkt tas således til etterretning.

6.2.4 Forholdet til utsatt offentliggjøring – at allmennheten ikke villedes av utsettelsen

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

Som nevnt overfor er reglene om utsatt offentliggjøring en gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet (MAD) (og tilhørende kommisjonsdirektiver). Direktivet blir erstattet av markedsmissbruksforordningen (MAR). Innholdet i reglene om utsatt offentliggjøring videreføres. Det introduseres en spesialregel for kreditt- og finansinstitusjoner som erstatter vilkåret om ikke villedning (jf. pkt. 5.4 i bankens tilsvarende inntatt gjennom vedlegg 18), men det blir uten betydning her. Dette er en ny bestemmelse med nytt materielt innhold og som ikke er implementert i norsk rett og som følgelig ikke gir uttrykk for den nåværende rettsstillingen. Videre ville uansett ikke denne bestemmelsen kommet til anvendelse i denne saken, selv om den skulle ha vært implementert i norsk rett. Dette da det ikke forelå noen slik ekstrem situasjon, med tilhørende risiko for det finansielle systemet i Norge, som bestemmelsen foreskriver (jf. kriteriet som er "*risk of undermining the financial stability of the issuer and of the financial system*" (vår understrekning)).

I forbindelse med overgangen til MAR, som trådte i kraft i EU-landene 3. juli 2016, har ESMA utarbeidet "Draft guidelines on the Market Abuse Regulation" (ESMA/2016/162) hvor forståelsen av hva som vil være villedende og hvor utstedere ikke kan påberope seg utsatt offentliggjøring er adressert. Selv om MAR ikke er/vil gjennomføres i norsk rett på samme tidspunkt som i EU-landene er Børsen av den oppfatning at disse retningslinjene

er relevante for fastleggelsen av vurderingstemaet av vilkåret om villedelse ettersom det på dette konkrete punktet ikke er gjort endringer i rettsstilstanden ved overgangen fra MAD til MAR. Retningslinjene redegjør nærmere for i hvilke tilfeller utsatt offentliggjøring sannsynligvis vil kunne villedde markedet (pkt. a.-c.)²² (vår understrekning):

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

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

c. the inside information whose disclosure the issuer intends to delay is in contrast with the market's expectations, where such expectations are based on signals that the issuer has previously set.

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

Delårsrapport for fjerde kvartal

Børsen vil særlig understreke at banken i delårsrapporten for 4. kvartal 2016 kommuniserte totale nedskrivninger for regnskapsåret 2015, samt fremhevet "Til tross for svakere makroutvikling, er det en positiv utvikling i tapsutsatte engasjement". Banken har i tilsvaret pkt. 6.2 (inntatt gjennom vedlegg 18) påpekt at dette er en konstatering av historisk faktum. Samtidig som man presenterer utviklingen som har vært, går man videre og gir informasjon om hva man forventer for 2016 (jf. utdrag fra kvartalsrapporten gjengitt øverst på side 16 i tilsvaret).

Som nevnt gir også kvartalsrapporten nye og oppdaterte mål for fremtidig kjernekapital, dvs. 14 % innen utgangen av 2016 og 14,5 % innen utgangen av 2017 (jf. tredjekvartalsrapporten som anga en målsetning på 13,5 % innen utgangen av 2016). Etter Børsens oppfatning er dette med på å sementere markedets oppfatning om at større nedskrivninger neppe er forestående. Banken må også før 20. april ha forstått at de mål for fremtidig kjernekapital som var presentert i fjerdekvartalsrapporten ikke lenger var mulig å oppnå uten kapitaltilførsel, og således er ESMA veiledningens bokstav b (jf. over) også relevant i vurderingen av om markedet ble villedet. Dette adresseres ikke av banken, som i all hovedsak relaterer sine anførsler til bokstav c (jf. tilsvarets pkt. 5.4 inntatt gjennom vedlegg 18).

Banken mener at Børsen feiltolker fjerdekvartalsrapporten, basert på isolert lesning av enkeltsetninger uten å ta hensyn til helheten i rapporten, bl.a. da rapporten viser til "markedsmessige utfordringer" i 2016, samlet forventning til året som "utfordrende" og økning i anslag for forventede tapsavsetninger for året (jf. tilsvarets pkt. 6.2 side 16). Børsen kan ikke se at det endrer det totale bilde som kvartalsrapporten tegner. De forventede økningene i tapsavsetningene som kommuniseres i kvartalsrapporten (fra ca. 22 basispunkter for 2015 til 30-35 basispunkter for 2016) er beskjedne i forhold til

²² Merk at ESMA publiserte "Final Report" i juli 2016 (ESMA/2016/1130). Veiledningens bokstav c) er da noe justert; "the inside information whose disclosure the issuer intends to delay is in contrast with the market's expectations, where such expectations are based on signals that the issuer has previously sent to the market, such as interviews, roadshows or any other type of communication organized by the issuer or with its approval."

tapsavsetningene som fulgte av revurderingen av de to engasjementene. De hovedpunkter for kvartalet som banken velger å løfte frem i selve børsmeldingen, kvartalsrapporten og presentasjonen (jf. pkt. 3.1 innledningsvis og vedlegg 1) kan ikke være vilkårlig valgt og underbygger dette ytterligere. Dette må etter Børsens syn ha bidratt til sensitiviteten i informasjonen som forelå i etterkant av hendelsene som inntraff 5. – 7. mars.

Nærmere om engasjementene i [REDACTED]

Engasjementene i [REDACTED]

[REDACTED] Dette er naturligvis, og som påpekt av banken, basert på intrådte begivenheter, men representerer likevel ut fra en regnskapsmessig vurdering selskapets syn på hvor stor del av utestående lån man forventer å realisere på disse engasjementene og hvor mye som vil misligholdes. Selv om tapene på det enkelte engasjement ikke identifiseres i den finansielle rapporteringen inngår [REDACTED] som en betydelig del av de totale tapsavsetninger som kommuniseres. Når selskapet mottar ny informasjon, som medfører at de tidligere kommuniserte tapsavsetninger ikke lenger kan legges til grunn, oppstår det asymmetri mellom hva markedet har grunn til å forvente og hva selskapet forventer mtp. mislighold og realiserbare verdier. Slik har banken kommunisert sin vurdering av hvordan tapsutsatte engasjementer og kapitaldekning har utviklet seg og antas å utvikle seg. Basert på utviklingen i tapsavsetningene, en forventning om økte inntekter, vesentlige kostnadsreduksjoner og ytterligere balansetilpasninger, ble det kommunisert at det ikke var planlagt kapitalinnhenting i perioden ut 2017 for å nå de nye og økte kapitalmålsetningene. 10 dager senere inntreffer to hendelser som endrer dette, i motsatt retning av det offentlige informasjonsbildet som banken har skapt.

Analyser

Banken viser til fire analyser publisert etter offentliggjøring av fjerdekvartalsrapporten og en sektorrapport utarbeidet av Fondsfinans 4. april (jf. tilsvarets pkt. 6.3 inntatt gjennom vedlegg 18). I sistnevnte fremkommer det at det er en risiko for at resesjonen i Stavanger-området kan utløse betydelige tap og et behov for ny kapital for Sandnes Sparebank. Disse analysene og sektorrapporten kan etter Børsens syn likevel ikke tas til inntekt for at tapsavsetninger i den størrelse det har er snakk om var forventet så nært forestående. Samlet sett var det heller ingen vesentlig endring i gjennomsnittsestimatet for analytikernes kursmål. Således rokker dette ikke ved at fjerdekapitalrapporten sementerer en forventning om at større tap ikke var nært forestående.

Informasjonsasymmetri – utvikling over tid

Som redegjort for i pkt. 6.1 over, er Børsen av den oppfatning at det forelå insideinformasjon senest på ettermiddagen den 17. mars, da opplysningene om ytterligere tap måtte anses for å være tilstrekkelig presise og ha et tilstrekkelig kurspåvirkningspotensiale fra og med dette tidspunktet. Ved vurderingen av om allmennheten villedes, må det være relevant å se hen til utviklingen over tid – ettersom opplysningene om tapenes størrelse manifesterte seg. Desto mer informasjon utsteder besitter og dermed kan konkretisere i en børsmelding, jo mer villedende vil det være å ikke offentliggjøre informasjonen.

- 17. mars forelå et anslag fra Fondsfinans på egenkapitalbehov på MNOK 200-300 millioner. Dette var basert *administrasjonens foreløpige intervaller* for mulige tapsavsetninger (jf. pkt. 3.3.2 over). Usikkerhet og behov for avklaring, med

tanke på tapsavsetningenes størrelse, gir etter Børsens syn noe rom for selskapet til ytterligere vurderinger før kriteriet om "at allmennheten ikke villedes" blir mer tungtveiende.

- Banken fortsatte å analysere og vurdere avsetningsbehov i perioden etter 17. mars. 29. mars ble det igangsatt due diligence undersøkelser, hvor man bl.a. skulle *vurdere bankens indikerte avsetninger*.
- 30. mars er Fondsfinans' egenkapitalbehov blitt oppjustert til MNOK 350-375 basert på bankens *tapsanslag på MNOK 155*. Disse tallstørrelsene er tilnærmet like det endelige utfallet hva gjelder både tapsavsetninger og emisjonsbehov.

Selv om man hevder det fremdeles var stor usikkerhet knyttet til tapsanslaget, hadde selskapet nå jobbet med å vurdere dette siden 7. mars. Banken har påpekt at det "knappt nok" var utvikling i saken i perioden 17.- 30. mars (pga. påske) som kunne kaste lys over engasjementene (jf. vedlegg 18 pkt. 7.3.3.2). Dette er vanskelig for Børsen å etterprøve (jf. neste avsnitt), blant annet da det ikke er opplyst overfor Børsen når og hvorledes "*administrasjonens foreløpige intervaller for mulige tapsavsetninger*" og "*bankens tapsanslag på MNOK 155*" ble formidlet til Fondsfinans som grunnlag for de etterfølgende anslagene på egenkapitalbehov på hhv. MNOK 200-300 den 17. mars og MNOK 350-375 30. mars. Det er dog forklart i tilsvarets pkt. 7.3.3.2 og 7.3.3.4 (inntatt gjennom vedlegg 18) at disse tapsanslagene var basert på ulike scenarier. Videre fremkommer det av pkt. 7.3.3.4 underpunkt (iv) at Børsen mangler det nødvendige "ex-ante" perspektivet i relasjon til at det viser til at de endelige tapsavsetningene var tilnærmet like tapsanslaget som ble kommunisert til Pareto/Fondsfinans i forkant av presentasjonen 30. mars. Det er korrekt, som banken sier, at vurderingen av informasjonen som foreligger skal gjøres der og da ("ex-ante"). Likevel er det riktig også å se hen til det endelige utfallet da det kaster lys over situasjonen som faktisk forelå tidligere.

Slik Børsen ser det må graden av informasjonsasymmetri ha økt i den perioden hvor selskapet kontinuerlig hadde arbeidet med å vurdere tapsavsetningene, dvs. i perioden 7. mars til 30. mars selv om det var liten aktivitet i påskeuken fra bankens side. Fondsfinans og Pareto må likevel ha jobbet med emisjonsbehovet i perioden 17. – 30. mars, jf. presentasjonen de la frem 30. mars. I denne sammenheng vises det også til at det gis svært lite konkret informasjon på hvilke tapsanslag som forelå på de ulike tidspunkter, jf. selskapets brev av 20. juni (vedlegg 17) som svar på Børsens forespørsel av 10. juni (vedlegg 13). At revisor etterspør oppdaterte tapsnotater 30. mars, gir også en indikasjon på at arbeidsprosessen har kommet langt på dette tidspunkt. Selskapet er dog uenig i dette, jf. tilsvaret (vedlegg 18. pkt. 7.3.3.3). Risikoen for at banken kunne bli nødt til justere tapsavsetningene etter en eventuell børsmelding, fjerner ikke det faktum at det forelå en betydelig ubalanse mellom den informasjon banken besatt og hva banken tidligere hadde kommunisert.

Basert på ovennevnte er Børsen av den formening at tilbakeholdelse av opplysninger om at det var inntruffet to vesentlige hendelser som i stor grad ville endre selskapets tapsanslag var egnet til å viliede allmenheten.

Feilprising

I perioden fra senest 17. mars og frem til de omtalte børsmeldinger 21. april forelå det en betydelig feilprising av bankens egenkapitalbevis. Som også banken påpeker (jf.

tilsvarets pkt. 7.3.2 inntatt gjennom vedlegg 18) fremkom det annen relevant informasjon, ut over de to inntrufne hendelsene og de tilhørende nye tapsanslagene, i børsmeldingene som ble offentliggjort 21. april (jf. vedlegg 3 – 8). Av annen relevant informasjon nevnes emisjonen og ytterligere tap i Q1. Hendelsene og deres konsekvenser i form av nye tapsavsetninger må likevel ha vært det elementet som er mest vesentlig. Kursfallet på 22,5 % den 21. april illustrerer således godt sensitiviteten i disse opplysningene. En børsmelding på et tidligere tidspunkt med informasjon om tapene, men uten informasjon om at en garantert fortrinnsrettsemisjon var på plass ville, som påpekt av banken, sannsynligvis medført et større kursutslag. Markedet var villedet i perioden og investorer som investerte i selskapet i denne perioden er påført tap som kunne vært unngått ved en tidligere offentliggjøring.

Skadevirkninger for banken

Banken beskriver utførlig de skadevirkninger som ville oppstått for selskapet dersom man gikk ut med en børsmelding om de nye tapene uten samtidig å ha sikret en garantert fortrinnsrettsemisjon (jf. tilsvarets pkt. 8 og brev av 16. juni inntatt gjennom hhv. vedlegg 18 og 16). Dette er også vektlagt ifm. med vurderingen av om selskapet hadde legitim interesse av å utsette offentliggjøringen. Gitt det informasjonsbildet banken skapte gjennom fjerdekvartalsrapporten, kan dette likevel ikke være avgjørende for om allmenheten villedes av en slik utsettelse. Som en konsekvens av den tidligere kommunikasjonen til markedet, blir altså selskapet forpliktet til å kommunisere de nye tapene og de tilhørende tapsanslagene til markedet selv om dette kunne få store konsekvenser for banken. Uten en slik forutgående "guiding" ville dette stått seg helt annerledes.

Denne forståelsen av instituttet for utsatt offentliggjøring er i tråd med det den britiske tilsynsmyndigheten (Financial Conduct Authority, "FCA") har gitt uttrykk for i sin veiledning av lovgivningen som gjennomførte markedsmisbruksdirektivet og av markedsmisbruksforordningen i den såkalte DTR (The Disclosure Guidance and Transparency Rules sourcebook). Veiledningen pkt. 2.5 G gir uttrykk for at utsteder ikke kan utsette offentliggjøring av informasjon om sine finansielle problemer, men kun informasjon om de eventuelle tiltak det arbeides med for å avhjelpe disse. Dette fordi å holde tilbake informasjon om underliggende finansielle problemene, under henvisning til at det arbeides med tiltak, vil villedde allmenheten²³.

Allmenheten ble villedet

Per 30. mars må, etter Børsens syn, tapsvurderingene ha kommet så langt at hensynet til markedets behov for informasjon må veie tyngre enn bankens behov for ytterligere

²³ The Disclosure Guidance and Transparency Rules sourcebook ("DTR") pkt. 2.5. G (1) lyder i dag etter at markedsmisbruksforordningen er gjeldende: "DTR 2.5.3 G (1) does not envisage that an issuer will: (a) delay public disclosure of the fact that it is in financial difficulty or of its worsening financial condition and is limited to the fact or substance of the negotiations to deal with such a situation; or (b) delay disclosure of inside information on the basis that its position in subsequent negotiations to deal with the situation will be jeopardised by the disclosure of its financial condition." Punktet det vises til innledningsvis, DTR 2.5.3G(1) lyder: "Delaying disclosure of inside information will not always mislead the public, although a developing situation should be monitored so that if circumstances change an immediate disclosure can be made."

DTR pkt. 2.5. G (1) hadde en noe annen tekst april frem til markedsmisbruksforordningen ble gjort gjeldende og lovgivningen var basert på markedsmisbruksdirektivet. Punktet lød da: "does not envisage that an issuer will: DTR 2.5.3 R (1) does not allow an issuer to delay public disclosure of the fact that it is in financial difficulty or of its worsening financial condition and is limited to the fact or substance of the negotiations to deal with such a situation. An issuer cannot delay disclosure of inside information on the basis that its position in subsequent negotiations to deal with the situation will be jeopardised by the disclosure of its financial condition."

kvalitetssikring av informasjonen og potensielle skadevirkninger av ikke å kunne melde om en garantert emisjon. Gitt selskapets tidligere kommunikasjon til markedet gjennom fjerdekvartalsrapporten, var det på dette tidspunkt et faktum at selskapets forventninger til fremtidige tap var betydelig høyere enn hva markedet hadde grunn til å forvente og man må ha hatt en klar oppfatning av hvilke størrelsesorden disse ville utgjøre. Herunder at dette ville medføre et betydelig dårligere resultat for årsregnskapet 2015 eller Q1 2016 enn hva markedet hhv. var kjent med eller hadde grunn til å forvente basert på bankens tidligere kommunikasjon. Det offentlige informasjonsbildet, skapt av banken, er et vesentlig annet enn det de tilbakeholdte opplysningene tilsier. Børsen mener derfor at allmennheten ble villedet av utsettelsen senest 30. mars.

Bortfall av vilkårene for utsatt offentliggjøring

Banken har anført at deres adgang til utsettelse av offentliggjøringen ikke kan falle bort som følge av at utsteder under perioden besitter mer informasjon enn da utsettelse ble iverksatt. Som nevnt iverksatte banken utsatt offentliggjøring 17. mars og etter Børsens mening falt grunnlaget bort senest den 30. mars. Børsen vil understreke at det generelt må være slik at alle vilkårene for utsettelse må være oppfylt i hele den perioden adgangen benyttes. Det er åpenbart at det må foreligge legetime interesser i hele perioden utsatt offentliggjøring benyttes. Videre vil en lekkasje av informasjonen, selv om utsteder ikke forårsaker denne, medføre en umiddelbar plikt til å offentliggjøre informasjonen. Tilsvarende må gjelde dersom det på et tidspunkt etter at det har oppstått innsidainformasjon fremstår som villedende å tilbakeholde informasjonen.

Når banken har kommet så langt i sin vurdering av hendelsene som inntraff 5. og 7. mars, og herunder konsekvensene av disse, at utfallsrommet innskrenkes vil graden av informasjonsasymmetri mellom den informasjonen banken besitter og den informasjonen markedet besitter øke. Når informasjonen konkretiseres vil en tilbakeholdelse av informasjonen på et tidspunkt villedde markedet gitt at selskapet har skapt forventninger til et annet utfall på et tidligere tidspunkt. Videre vil sannsynligheten for at en offentliggjøring av informasjonen er feil ift. det endelige utfallet reduseres. Således vil man ha nådd et punkt hvor det ikke lenger er stor risiko for at informasjonen man eventuelt går ut med er fundamentalt feil.

I dette tilfellet ville det etter Børsens syn vært mulig å gå ut med en børsmelding som beskrev de to intrufne hendelsene og anslag for hvilke nye tapsavsetninger man så for seg den 30. mars. Eventuell usikkerhet i estimatene eller grunnlaget for disse kunne også vært synliggjort slik at markedet kunne hensyntatt dette. En tilsvarende børsmelding per 17. mars ville presumtivt medført høyere risiko for at man i etterkant måtte korrigere informasjonen, og i verste fall kunne man risikert at børsmeldingen i seg selv ble villedende da det endelige utfallet viste seg å være av en helt annen størrelsesorden enn hva som ble kommunisert. Skadepotensialet for banken reduseres, nettopp fordi sannsynligheten for at det børsmeldingen i etterkant skulle vise seg å være feilaktig reduseres. At selskapet i hele perioden hadde en legitim interesse i å utsette offentliggjøring av informasjonen, bl.a. fordi en børsmelding per 30. mars ville vanskeliggjort emisjonen, endrer ikke det faktum at kriteriet om å ikke villedde allmennheten må oppfylles.

Børsens praksis gjennom tidligere saker

Banken refererer til overtredelsesgebyret Børsen ila Northland Resources S.A. i 2013 (jf. tilsvarets pkt. 5.5.2 inntatt gjennom vedlegg 18) for ikke å ha offentliggjort informasjon om forventede økte drifts- og investeringskostnader, samt effekt av endrede antagelser

om øvrige forhold som ville kunne påvirke selskapets inntekter og finansieringssituasjon (Vedtak og uttalelser 2013, side 112). I denne saken besluttet selskapet utsatt offentliggjøring nesten tre uker etter tidspunktet hvor det etter Oslo Børs vurdering forelå innsideinformasjon, og det gikk nesten to måneder før forholdet ble meldt til markedet. Som banken anfører, fremkommer det av protokollen at Børsen ikke tok stilling til om vilkårene for utsatt offentliggjøring kunne vært oppfylt på et tidligere tidspunkt;

"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. (...)

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 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 tar disse formuleringen til inntekt for at Børsen hittil har hatt høy terskel for å vurdere noe som villedning av allmenheten. Dette medfører ikke riktighet da de nevnte noe forsiktige formuleringene snarere er en konsekvens av at problemstillingen ikke ble satt på spissen i Northland-saken, nettopp fordi beslutning om utsatt offentliggjøring kom etter at meldepliktig innsideinformasjon hadde oppstått. Tilsvarende var heller ikke utsatt offentliggjøring vurderingstema i Wega Mining-saken (Vedtak og uttalelser 2009, side 73) som det også refereres til. Her indikerer imidlertid Børsen at det kunne ha foreligget legitime interesser for utsatt offentliggjøring dersom selskapet faktisk hadde arbeidet med en emisjon. Hvorvidt vilkåret om ikke å villedde allmenheten ville vært oppfylt blir ikke adressert. Nettopp fordi det faktisk ikke forelå legitime interesser, går man ikke videre med hvorvidt en tilbakeholdelse av informasjonen ville vært villedende. Disse to sakene gir således ikke noen veiledning for hvor nivået for å villedde allmenheten ligger.

Regnskapsmessig periodisering av tapene

Uavhengig av hvilket kvartal selskapet velger å periodisere tapet, er utsettelsen av offentliggjøring av hendelsene og tapsanslagene villedende for allmenheten. Selskapet har argumentert for at det ville fremstå som vilkårlig om grunnlaget for utsatt offentliggjøring skulle stå og falle på hvorvidt den regnskapsfaglig vurderingen konkludert med å ta tapene på 2015 regnskapet eller i Q1 2016 hvor hendelsene som ledet frem til den nye tapsvurderingen faktisk inntraff. Muligheten for reversering av 2015 regnskapet ble bl.a. adressert på styremøte 14. mars, og fremstår således tidlig

som en mulighet. Uavhengig av om man endte med å ta tapene på 2015 eller Q1 2016 representerer disse en vesentlig endring av tidligere tapsanslag, altså selskapets forventning til fremtidige tap.

Finanssektoren

Selskapet anfører i brev av 16. juni pkt. 5.3.1, med henvisning til markedsmisbruksforordningen artikkel 17(5) som pt. ikke er implementert i norsk rett, "*at hensynen for å utsette offentliggjøring kan være annerledes og sterkere i finanssektoren enn i andre sektorer (...)*" og at det allerede i dag er foreliggende "*nødvendig fleksibilitet for børsen til å vektlegge de særskilte hensyn som gjør seg gjeldende for banker og finansinstitusjoner i slike situasjoner*".

Det vises til omtale innledningsvis i pkt. 6.2.4 over vedrørende de nye spesialreglene for kreditt- og finansinstitusjoner. Børsens forståelse er at selv om arbeidet med en etterfølgende emisjon kunne bli mer krevende ved en tidlig offentliggjøring av økte behov for tapsavsetninger/nedskrivninger, var ikke en emisjon avgjørende for selskapets overlevelsessevne eller for å oppfylle regulatoriske kapitaldekningskrav på kort sikt. Slik vi forstår det var emisjonen snarere motivert ut fra et ønske om å oppfylle bankens kapitaldekningsmålsetninger. Herunder var emisjonens størrelse slik at man ville oppnå en høyere ren kjernekapital etter emisjonen en hva som var tilfelle før nedskrivningene ble foretatt.

Emisjonen

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

Konklusjon

Børsen legger etter dette til grunn at det forelå innsideinformasjon, knyttet til revurderingen av tapsavsetningene for [REDACTED] engasjementene, jf. vphl. § 5-2 (1) jf. Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper pkt. 3.1.1 senest på ettermiddagen 17. mars og at selskapet ikke hadde grunnlag for å utsette offentliggjøringen etter vphl. § 5-3 (1) jf. Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper pkt. 3.1.2 (1) senest fra 30. mars.

På bakgrunn av ovenstående legger Oslo Børs til grunn at selskapet, ved ikke å informere markedet senest 30. mars 2016 om at det som følge av hendelsene 5.-7. mars ville medføre betydelige nye tapsavsetninger, har overtrådt vphl. § 5-2 (1) jf. Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper pkt. 3.1.1.

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 søkt å se hen til avgjørelser i lignende saker vedrørende brudd på informasjonsplikten. Det bemerkes at denne saken skiller seg noe fra de nedenfor beskrevne sakene ved at Sandnes Sparebank besluttet og iverksatte utsatt offentliggjøring, herunder varslet Børsen, på tidspunktet hvor det oppstod innsideinformasjon. I de etterfølgende sakene var det ikke fattet slik beslutning eller beslutningen ble fattet etter at det oppstod innsideinformasjon. Sakene gir likevel noe veiledning for hvilke hensyn som er relevante for å fastsette sanksjonsnivået.

Wega Mining ASA, som også banken refererer til (vedlegg 18 pkt. 5.5.3) 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. I denne saken hadde selskapet "guidet" markedet i forkant av at kostnadsoverskridelsene ble avdekket. Den skiller seg likevel 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 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. Perioden Sevan var i brudd med bestemmelsen strakk seg over en periode på ca. 2 ½ uke, og således ikke helt ulik nærværende sak. 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 ASA ble i 2011 sanksjonert for overtredelse av informasjonsplikten gjennom børsstyrevedtak av 24. august 2011. 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 (fire børsdager).

Northland Resources S.A., som også banken refererer til (se pkt. 6.2.4 og vedlegg 18 pkt. 5.5.2) ble i 2013 sanksjonert for overtredelse av informasjonsplikten gjennom børsstyrevedtak av 25. juni 2013. Selskapet ble ilagt et overtredelsesgebyr på syv ganger årlig kursnoteringsavgift for ikke å ha offentliggjøre informasjon om forventede økte drifts- og investeringskostnad, samt effekt av endrede antagelser om øvrige forhold som ville kunne påvirke selskapets inntekter og finansieringssituasjon. Det påløp nesten to måneder før forholdet ble meldt fra innsideinformasjon oppstod.

Scana Industrier ASA ble ved børsstyrevedtak 26. mai 2015 ilagt overtredelsesgebyr tilsvarende tre ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på løpende informasjonsplikt i forbindelse med at selskapet ikke offentliggjorde informasjon i rett tid om manglende betaling i forbindelse med salg av et selskap. Børsen bemerket i den saken at det neppe

ville vært anledning til å benytte utsatt offentliggjøring av informasjonen da forholdet var inntrådt og det var klart at betalingen ikke var mottatt. Markedet ville dermed blitt villedet hvis ikke en melding om manglende innbetalingen ble offentliggjort. Bakgrunnen var at forventninger som var gitt i tidligere informasjon, herunder i den utvidete børsmeldingen. I denne saken la Børsen til grunn at det forelå meldepliktig innsideinformasjon 31. mai 2014, mens forholdet ble først kort omtalt 22. oktober 2014 ifm. avleggelse av kvartalsrapport. Gebyret ble satt noe lavere enn en ren sammenligning med tidligere praksis tilsa, da det ble tatt hensyn til at det hadde gått lang tid fra forholdet ble avdekket av Børsen og frem til selskapet ble sanksjonert.

Børsen bemerker at det ved vurderingen av utmåling, i denne saken, er sett hen til at selskapet underrettet Børsen om forholdet på det tidspunkt det oppstod innsideinformasjon, oppdaterte Børsen i etterkant, ført insiderlister og det er ikke avdekket tegn på lekkasje av informasjon. Bruddet består således i at banken feilaktig har vurdert at vilkåret for utsatt offentliggjøring var oppfylt i hele perioden. Forpliktelsene til å vurdere dette riktig påhviler likevel selskapet. Videre er dette første tilfelle hvor Børsen sanksjonerer et selskap for ikke å ha oppfylt informasjonsplikten, i en situasjon der selskapet faktisk hadde besluttet og iverksatt utsatt offentliggjøring korrekt, siden de nåværende informasjonspliktreglene trådte i kraft ifm. implementering EUs markedsmissbruksdirektiv 1. september 2005. Overtredelsesgebyret bør derfor etter vår vurdering settes noe lavere enn hva en ren sammenligning med de ovennevnte saker indikerer.

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

På bakgrunn av ovenstående traff børsen følgende vedtak:

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