

# BØRSKLAGENEMNDEN – SAK 2/2016

Avgjørelse 20.12.2016 av klage fra minoritetsaksjonærer i Siem Shipping Inc. over Oslo Børs ASAs vedtak 14. oktober 2016 om å stryke Selskapets aksjer fra notering på Oslo Børs, jf. børsloven § 25.

## 1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Oslo Børs ASA («Oslo Børs» eller «børsen») fattet 14. oktober 2016 slikt vedtak:

«Aksjene i Siem Shipping Inc. strykes fra notering på Oslo Børs fra og med 14. desember 2016. Siste noteringsdag vil være 13. desember 2016.»

Advokatfirmaet Schjødt påklaget i brev 1. november 2016 vedtaket på vegne av følgende minoritetsaksjonærer i Selskapet («klagerne»):

- Caiano Ship AS
- James Marnix Van Overklift
- Caiano Eiendom AS
- Belleza Capital Group SA
- Smedasundet III AS
- Ireneusz Kuligowski
- Charrua IV AS
- Knut Ulrik Jørgensen
- Jens Erik Kirkefjord
- Caiano Shipping III AS
- Dag Georg Johannessen
- Henrik Vold

Klagen er rettidig fremsatt. Gjennom Advokatfirmaet Wiersholm innga Siem Shipping Inc. («Selskapet» eller «Siem Shipping») merknader til klagen i brev 16. november 2016.

På vegne av klagerne innga Advokatfirmaet Schjødt tilleggsbemerkning til klagen 19. november 2016.

Oslo Børs har ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble 25. november 2016 oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Advokatfirmaene Wiersholm og Schjødt innga på vegne av henholdsvis Selskapet og klagerne sluttmerknader den 1. desember 2016 i forbindelse med børsstyrets behandling av saken og oversendelsen til Børsklagenemnden. Børsen og partene innga merknader til sluttmerknadene den 5. desember 2016.

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

## **2. Om selskapet**

Siem Shipping driver hovedsakelig innen spesialiserte kjøleskip. Selskapet kontrollerer direkte en flåte på 30 kjøleskip med kapasitet på totalt 17 millioner kubikkmeter. Gjennomsnittlig alder på skipene er 15 år. Kjøleskipene er spesialisert for transport av frukt og annen lett bederverlig mat. Selskapet bestemte seg i 2015 for også å satse på transport av biler. I den forbindelse har selskapet p.t. fem skip under bygging.

Selskapet har vært notert på Oslo Børs siden april 2001, først under navnet Swan Reefers Inc. Selskapet skiftet i september 2001 navn til Star Reefers Inc., og sist i 2012 ble navnet skiftet til Siem Shipping Inc. Selskapet er registrert på Cayman Islands. Årlig omsetning er ca. USD 200 millioner (2015).

Selskapet er ikke notert på annen markeds plass enn Oslo Børs.

## **3. Bakgrunn**

### **3.1 Sakens bakgrunn**

Selskapets generalforsamling vedtok 6. mai 2016 å gi styret fullmakt til å søke om strykning fra notering på Oslo Børs. Vedtaket ble vedtatt med 83,5 % av de avgitte stemmene. 16,5 % stemte mot.

Totalt 8 909 627 aksjer, som utgjør ca. 98,9 % av det totale antallet aksjer, var representert på generalforsamlingen.

Fire aksjonærer, som til sammen representerte 7 436 398 aksjer (ca. 83,5 % av aksjene representert på generalforsamlingen), stemte for å søke om strykning (tallene i parentes er innehav av aksjer av det totale antallet aksjer i selskapet):

- Siem Industries Inc., eier 7 159 349 aksjer (79,49 %)
- Siem Investments Inc., eier av 250 149 aksjer (2,78 %)
- Terje Aschim, eier av 22 500 aksjer (0,25 %)
- Kenneth Ross, eier av 4 500 aksjer (0,05 %)

Siem Investments aksjer er senere overført til Siem Industries, og Siem Industries og Siem Investments regnes samlet.

Tolv aksjonærer, som til sammen representerte 1 473 129 aksjer (ca. 16,5 % av aksjene representert på generalforsamlingen), stemte mot å søke om strykning:

- Caiano Ship AS, eier av 876 499 aksjer (9,73 %)
- James Marnix Van Overklift, eier av 222 325 aksjer (2,47 %)
- Caiano Eiendom AS, eier av 171 696 aksjer (1,91 %)
- Belleza Capital Group SA, eier av 131 700 aksjer (1,46 %)
- Smedasundet III AS, eier av 50 846 aksjer (0,56 %)
- Ireneusz Kuligowski, eier av 5 000 aksjer (0,06 %)
- Charrua IV AS, eier av 5 055 aksjer (0,06 %)
- Knut Ulrik Jørgensen, eier av 4 398 aksjer (0,05 %)
- Jens Erik Kirkefjord AS, eier av 710 aksjer (0,01 %)
- Caiano Shipping III AS, eier av 200 aksjer (0,00 %)

- Dag Georg Johannessen, eier av 3 800 aksjer (0,04 %)
- Henrik Vold, eier av 900 aksjer (0,01 %)

Søknad om strykning ble sendt 24. august 2016. Selskapet anførte to hovedbegrunnelser for strykning. Selskapet viste til at

- det ikke lenger tilfredsstillende kravene til spredning av aksjer for å kunne være notert på Oslo Børs.
- nåværende aksjonærstruktur, sett i sammenheng med lav likviditet i aksjene, medfører at Selskapet ikke lenger er egnet til å være notert på Oslo Børs.

I søknaden utdypet Selskapet begrunnelsen:

- Selskapet tilfredsstillende ikke kravene til spredning, jf. Oslo Børs' opptaksregler punkt 2.4.1:
  - Siem Industries Inc. kontrollerer ca. 82,27 % av aksjene. Kristian Eidesvik kontrollerer ca. 12,20 % av aksjene gjennom selskapene Caiano Eiendom AS, Caiano Ship AS, Smedasundet III AS og Caiano Shipping III AS. Det er dermed 5,53 % av aksjene som er i fri flyt.
  - Per 17. august 2016 hadde Selskapet 94 aksjonærer, hvorav 41 aksjonærer hadde aksjer verdt minst NOK 10 000.
- Selskapets aksjonærstruktur er låst med ekstremt lav likviditet:
  - Siden 1. januar 2016 har det vært handel i aksjen 71 av 161 dager, for totalt 11 479 aksjer (ca. 0,13 % av det totale antallet aksjer).
- Selskapet ser ikke for seg noen oppkjøpstilbud eller andre initiativer som vil øke aksjens likviditet.
- Selskapet har gjennomført to runder med tilbud om tilbakekjøp for å motvirke den låste aksjonærstrukturen. I begge runder ble tilbudsperioden utvidet, og aksjene som ble tilbakekjøpt ble slettet.
  - Den første runden ble lansert 16. desember 2014 og varte til 30. januar 2015. Tilbudet var oppad begrenset til USD 5 millioner totalt. I denne runden ble det kjøpt 529 074 aksjer til NOK 60 per aksje.
  - Den andre runden ble lansert 1. februar 2016 og varte til 7. mars 2016. Tilbudet gjaldt maksimalt 1 708 907 aksjer, noe som tilsvarte alle aksjene eid av minoritetsaksjonærer på det tidspunktet. Siem Industries Inc. varslet at de ikke ville selge aksjer. Det ble kjøpt 112 053 aksjer til NOK 60 per aksje.
- Selskapet mener dette ga minoritetsaksjonærene en rimelig mulighet til å selge seg ut av selskapet i forbindelse med strykning.
- Selskapet er ikke kjent med at noen av aksjonærene er avskåret, enten rettslig eller ved investeringsstrategier, fra å eie unoterte aksjer.
- Fire av aksjonærene som stemte mot å søke om strykning, er tilknyttet én person, Kristian Eidesvik. Tilknytningen er basert på Kristian Eidesviks kontroll over Caiano AS, med 50,51 % aksjeinnehav i sistnevnte selskap. Caiano AS er eneaksjonær i Caiano Eiendom AS, som igjen er eneaksjonær i Caiano Ship AS og Caiano Shipping III AS. I tillegg er Eidesvik gift med Berit Ingebjørg Eidesvik, som er kontrollerende eier i Smedasundet III AS.
- Kristian Eidesvik var del av styret som 22. januar 2016 enstemmig anbefalte et forslag om å søke Oslo Børs om strykning.
- Ser man bort fra Kristian Eidesvik, var det dermed syv minoritetsaksjonærer som stemte mot å søke om strykning fra Oslo Børs.

- Selskapet anførte videre at Caiano Ship AS, James Marnix Van Overklift, Caiano Eiendom AS, Belleza Capital Group SA, Smedasundet III AS og Caiano Shipping AS skal anses som profesjonelle investorer.

Klagerne henvendte seg til Oslo Børs i forbindelse med søknaden. Henrik Vold sendte en e-post 13. september 2016, der det ble fremholdt at strykning ville vanskeliggjøre avhending av aksjene, særlig som følge av at selskapet er registrert på Cayman Islands og at minoritetsaksjonærene ikke er gitt en reell mulighet til salg av aksjer fordi tilbudene som ble fremsatt var for lave, sett opp mot selskapets verdier. Dag Georg Johannesen fremførte i e-post 16. september 2016 de samme argumentene. Advokatfirmaet Schjødt henvende seg til Oslo Børs på vegne av de øvrige minoritetsaksjonærene som senere påklaget vedtaket. Det ble anført at minoritetsaksjonærenes interesse i fortsatt notering klart oversteg Selskapets interesse i strykning. Begrunnelsen inneholdt flere punkter:

- Selskapet har ikke håndtert sine forpliktelser som børsnotert selskap på en lojal måte overfor minoritetsaksjonærene.
- Minoritetsaksjonærene har investert med forventning om notering.
- Aksjene vil bli illikvide ved eventuell strykning.
- Selskapet har ikke redegjort for konsekvensene strykning vil medføre for minoritetsaksjonærene.
- Minoritetsaksjonærene sikres ikke styrerepresentasjon.
- Selskapets kjøp av Auto Marine Transport Inc. ble tvunget gjennom av majoritetsaksjonæren, og minoritetsaksjonærene har ikke fått sine spørsmål om transaksjonen besvart.
- Selskapslovgivningen på Cayman Islands gir begrenset vern til minoritetsaksjonærer, bl.a. med krav om 1/5 støtte blant aksjonærene for å kreve granskning.
- Selskapets tilbakekjøpstilbud ga ikke tilstrekkelige «exit»-muligheter for minoritetsaksjonærene. Siste tilbud ble gjort til gjeldende aksjekurs. Kursen var basert på svært lave omsetningsvolumer, Selskapet hentet ikke inn en verdivurdering fra uavhengig tredjepart, og bokført egenkapital var vesentlig høyere enn aksjekursen tilsa.

Wiersholm innga 3. oktober 2016 bemerkninger på vegne av Selskapet til minoritetsaksjonærenes brev. Her ble det bl.a. hevdet at Kristian Siem, muntlig overfor Kristian Eidesvik og James Marnix Van Overklift, har tilbudt minoritetsaksjonærene en aksjonæravtale for å ivareta deres interesser.

Schjødt tilbakeviste på vegne av minoritetsaksjonærene 6. oktober 2016 påstanden om at det var mottatt tilbud om aksjonæravtale.

Oslo Børs vedtok 14. oktober 2016 at Selskapets aksjer skal strykes fra notering ved Oslo Børs.

### **3.2 Oppsummering av hendelsesforløpet**

- ❖ 9. desember 2014: Selskapets styre offentliggjør at Selskapet skal fremsette et frivillig tilbakekjøpstilbud for maksimalt USD 5 millioner til NOK 60 per aksje.
- ❖ 22. januar 2016: Selskapet offentliggjør at et enstemmig styre har anbefalt et forslag om å stryke Selskapet fra notering på Oslo Børs. Forslaget skal stemmes over på generalforsamling. Videre offentliggjøres informasjon om at styret har vedtatt å fremsette

et frivillig tilbakekjøpstilbud for maksimalt 1 708 907 aksjer til NOK 60 per aksje. Siem Industries Inc., eier av 7 409 498 aksjer vil ikke tilby sine aksjer.

- ❖ 1. februar 2016: Selskapet fremsetter tilbakekjøpstilbudet.
- ❖ 1. og 17. mars 2016: Selskapet offentligjør at 112 053 aksjer er tilbakekjøpt og vil slettes med effekt fra 31. mars 2016. Totalt antall aksjer i selskapet etter sletting vil være 9 006 352.
- ❖ 11. mars 2016: Selskapet offentligjør at Kristian Eidesvik har fratrudd Selskapets styre.
- ❖ 6. mai 2016: Ordinær generalforsamling i Selskapet. Spørsmålet om strykning av Selskapet fra Oslo Børs behandles av generalforsamlingen. Det vedtas med 83,5 % mot 16,5 % av de avgitte stemmene at styret gis fullmakt til å søke om strykning fra Oslo Børs. Carsten Plougmann Andersen velges som nytt styremedlem. Kristian Siem gjenvelges som styremedlem.
- ❖ 26. mai og 20. juni 2016: Minoritetsaksjonærer som representerer 16,3 % av aksjene i Selskapet foreslår James Marnix Van Overklift som nytt styremedlem. Forslaget nedstemmes på ekstraordinær generalforsamling med 83,5 % mot 16,5 % av stemmene.

#### **4. Rettslig grunnlag**

Børsloven § 25 første ledd lyder som følger:

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

Oslo Børs' løpende forpliktelser punkt 15.1 fjerde ledd lyder som følger:

(4) Selskapet kan søke børsen om at dets aksjer blir strøket fra kursnoteringen hvis generalforsamlingen har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer. Børsen treffer vedtak om eventuell strykning. Oslo Børs kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra første punktum.

#### **5. Børsens vedtak**

Oslo Børs styre fattet 14. oktober 2016 vedtak som referert under punkt 1.

##### **5.1 Rettslig utgangspunkt**

Oslo Børs redegjorde slik for det rettslige utgangspunktet for vedtaket:

Børsen har gjennom sin praksis gitt uttrykk for hvilke hensyn som er relevante ved vurderingen av om en søknad om strykning skal tas til følge. Som utgangspunkt skal det foretas en skjønsmessig avveining av selskapets interesse – representert ved flertallets interesse i strykning – mot minoritetsaksjeeiernes interesse i fortsatt notering. Børsens praksis har vært streng i den forstand at hensynet til minoritetsaksjeeierne og de ulemper en strykning vil medføre for disse tradisjonelt har blitt tillagt relativt mye vekt. Også hensynet til markedets integritet og tillit, har blitt tillagt vekt i vurderingen av om en søknad om strykning skal etterkommes. I den

sammenheng har manglende oppfyllelse av noteringsvilkår blitt ansett som ett av flere relevante momenter i totalvurderingen når søknad om strykning vurderes.

## 5.2 Vurdering

### 5.2.1 Selskapets interesse

Børsen viser til at Selskapets søknad har grunnlag i vedtak på generalforsamlingen, der 83,5 % stemte for, mens 16,5 % stemte mot. Av Selskapets totalt 94 aksjeeiere var det 16 som møtte på generalforsamlingen. Disse representerte 98,9 % av total aksjekapital. Fire aksjonærer stemte for, mens tolv stemte mot. Børsen gjennomgår i vedtaket enkelte tidligere avgjørelser der selskap har søkt om strykning etter generalforsamlingsvedtak – Kristiansand Dyrepark ASA [Vedtak og uttalelser 2004 s. 63], Norman ASA [Vedtak og uttalelser 2009 s. 46] og Fosen ASA [Vedtak og uttalelser 2008 s. 26]. Børsen viser til at stemmetallene i disse fordelte seg slik:

- Kristiansand Dyrepark ASA: 85,3 % for (ti aksjeeiere), 14,7 % mot (ti aksjeeiere) – 95,6 % av aksjekapitalen representert på generalforsamlingen.
- Norman ASA: 87,04 % for (to aksjeeiere), 12,96 % mot (15 aksjeeiere) – 97,4 % av aksjekapitalen representert på generalforsamlingen.
- Fosen ASA: 87,57 % for (tolv aksjeeiere), 12,43 % mot (fem aksjeeiere) – 90,81 % av aksjekapitalen representert på generalforsamlingen.

Børsen kommenterer praksisen slik:

I saken vedrørende Kristiansand Dyrepark ASA ble strykning innvilget med sammenliknbar stemmegivning på generalforsamling, men i den saken var det et større antall aksjeeiere som stemte for strykning enn i foreliggende sak. I saken vedrørende Norman ASA ble strykning innvilget med noe høyere prosentvis stemmeandel for strykning på generalforsamling enn i både Kristiansand Dyrepark-saken og i foreliggende sak, men hvor antall aksjeeiere som stemte for og imot strykning var sammenliknbart med den foreliggende saken.

I Norman-saken, hvor to aksjeeiere stemte for og 15 stemte mot, fremkommer følgende i Børsens strykningsvedtak: «Målt i antall aksjonærer var det dermed overvekt av aksjonærer som stemte mot strykning. Antallet som stemte imot er likevel lavt i absolutte tall og lavt i forhold til antall aksjonærer i selskapet.» Norman-saken er sammenliknbar i den forstand at absolutt antall aksjeeiere som stemte mot strykning er noe høyere enn i den foreliggende saken, selv om det prosentvise antallet aksjeeiere som stemte mot er noe lavere.

Børsen antar at halvparten av de 12 aksjonærene som stemte mot strykning, vil være å regne som profesjonelle aktører. Videre legger Børsen til grunn at profesjonelle aktører vil være bedre i stand til å ivareta sine interesser også etter strykning. Børsen viser til at det i tidligere strykningssaker er lagt noe vekt på hvilken type aksjonærer som stemmer mot strykning, samtidig som det vises til uttalelser fra Børsklagenemnda i sak 1/2015 (EVERY) om at det ikke kan sees helt bort fra profesjonelle investorers interesser.

Børsen konstaterer at Selskapet ikke oppfyller kravene til spredning og antall aksjeeiere i børsens opptaksregler. Selskapets markedsverdi er ca. NOK 800 millioner, og overstiger dermed minstekravet på NOK 300 millioner. Selskapet har ikke opplyst å være i brudd med andre regler, og Børsen påpeker at det ikke er unormalt at selskaper notert på Oslo Børs eller Oslo Axess etter notering har endringer i eierstruktur som medfører at opptakskravene ikke lenger er oppfylt.

### **5.2.2 Minoritetsaksjonærenes interesse**

Børsen antar, som beskrevet over, at halvparten av minoritetsaksjonærene som stemte mot strykning, er å regne som profesjonelle aktører.

Børsen legger til grunn at det ikke er iverksatt spesielle tiltak for å ivareta minoritetsaksjonærenes interesser ved og etter eventuell strykning.

Børsen viser til at Selskapet har låst eierstruktur og svært lav likviditet i aksjen. Det vises til at det mellom 1. januar 2016 og 24. august 2016 ble omsatt 11 479 aksjer av totalt 9 006 352 aksjer. Børsen antar at likviditeten vil holde seg lav fremover. Her vises det til at maksimalt 5,53 % av aksjene er i fri flyt, fordi Siem Industries eier ca. 82,27 % av aksjene og Kristian Eidesvik til sammen kontrollerer ca. 12,20 % av aksjene. Børsen legger til grunn at strykning vil kunne være en ulempe for aksjonærene ved at likviditeten reduseres ytterligere. Samtidig viser Børsen til at likviditeten allerede er svært lav. Under henvisning til uttalelser fra Børsklagenemnden i EVRY-saken, legger børsen til grunn at den allerede lave likviditeten begrenser vekten av dette hensynet.

Børsen har ikke fått opplysninger om at noen av minoritetsaksjonærene er underlagt lovpålagte eller interne regler som forhindrer innehav av unoterte aksjer.

Børsen gjennomgår de to tilbakekjøpstilbudene, i henholdsvis årsskiftet 2014/2015 og januar 2016. Det ene tilbudet ble lansert lenge før strykningsalternativet ble offentliggjort i januar 2016. Det andre tilbudet inneholdt en tilbudspris på NOK 60 per aksje, som omtrent tilsvarte daværende markedskurs. Fordi kun 6,5 % av minoritetsaksjonærene aksepterte tilbudet, legger børsen begrenset vekt på dette.

### **5.2.3 Børsens oppsummering**

Børsen uttaler i sin oppsummering at stemmetallene i den foreliggende saken viser at flertallets størrelse isolert sett er relativt lavt sett opp mot tidligere praksis. Samtidig pekes det på en betydelig representasjon av profesjonelle aktører blant minoritetsaksjonærene som stemte mot strykning. Videre vises det til at det var svært lite aktivitet fra øvrige minoritetsaksjonærer mot strykning. Børsen har videre lagt vekt på den svært lave likviditeten i aksjene, som må sees i sammenheng med det lave antallet aksjonærer og den svært begrensede spredningen av aksjene. Tilbakekjøpstilbudene er ikke tillagt vekt av betydning.

## **6. Klagernes anførsler**

### **6.1 Innledning**

I klagen datert 1. november 2016 anmoder klagerne om at børsens vedtak om strykning oppheves/omgjøres, slik at noteringen av Selskapet videreføres. Klagerne tar forbehold om å kreve at det subsidiært settes betingelser som ivaretar hensynet til minoritetsaksjonærene.

Klagernes anførsler oppsummeres slik: «Etter en samlet vurdering av de faktiske forhold og særlig hensynet til og motstanden fra minoritetsaksjonærene samt børsens praksis i sammenlignbare saker, skulle søknaden om strykning fra Siem Shipping vært avslått.»

Etter klagernes oppfatning er vedtaket på de avgjørende punktene basert på feilaktig eller misvisende grunnlag, og kan derfor etter deres skjønn ikke opprettholdes.

## **6.2 Rettslig utgangspunkt**

Klagerne anfører at Oslo Børs har utformet en relativt konsistent praksis for håndtering av strykningssøknader, der selskapets ønske om strykning og, eventuelt, manglende oppfyllelse av opptaksvilkår veies mot minoritetsaksjonærenes interesse i fortsatt notering. Klagerne viser til *Bergo*, Børs og verdipapirrett 4. utgave (2014), s. 142-143 som oppsummerer praksis slik:

Børsens praksis har vært at man som et utgangspunkt ikke aksepterer en slik anmodning dersom det fortsatt er minoritetsaksjonærer (hvilket vil bety at en oppkjøper må erverve 90 % for å kunne utløse de resterende aksjonærene og ta et selskap av børs). Det er en viss mulighet for unntak i tilfeller der en aksjonær har fremmet et oppkjøpstilbud, men ikke oppnådd fullt eierskap. Børsen har i praksis godtatt strykning der eierskapet var 85 %, men da var antallet minoritetsaksjonærer svært begrenset. Det er grunner som taler for en nokså streng praksis. Selv om likviditeten i aksjen kan være tørket inn og ingen seriøs investor vil finne på å investere i selskapet, har fortsatt børsnotering iallfall den funksjon at selskapet har visse plikter med hensyn til informasjon. Men det er mulig at børsen i større grad burde ta hensyn til likviditeten i aksjen.

## **6.3 Selskapets ønske om å bli strøket**

Klagerne anfører at Selskapet ikke har påberopt vektige argumenter for strykning. Søknaden er ikke begrunnet med annet enn manglende oppfyllelse av kravene til spredning for opptak til notering, samt at nåværende aksjonærstruktur og lav likviditet i aksjene gjør at Selskapet ikke lenger er egnet for notering ved Oslo Børs.

Klagerne anfører at Selskapet har stor allmenn interesse, høy markedsverdi og er egnet for fortsatt notering på Oslo Børs. Videre gjøres gjeldende at det ikke er skjedd noen vesentlig endring i Selskapet som skulle tilsi et ønske om strykning. Klagerne fremholder at det på denne bakgrunn må kreves at søknaden om strykning underbygges med relativt sterk og entydig støtte fra selskapets aksjonærer. Klagerne viser til stemmetallene på generalforsamlingen, og trekker frem at i antall fremmøtte aksjonærer var det fire som stemte for strykning, og tolv som stemte mot strykning. Klagerne hevder at samtlige tilstedeværende minoritetsaksjonærer uten tilknytning til hovedaksjonæren stemte mot. Det vises også til at det store flertallet av minoritetsaksjonærene er uavhengige av Caiano.

## **6.4 Manglende oppfyllelse av opptaksvilkår**

Klagerne fremhever at Selskapet ikke er i brudd med andre opptaksvilkår for notering enn vilkårene om spredning og antall aksjonærer. Klagerne anfører at det er en lang rekke selskaper som er i brudd med de nevnte vilkårene, og at dette i seg selv må ha begrenset vekt ved strykningsvurderingen.



#### **6.4.1 Særlig om likviditeten i aksjen**

Klagerne fremhever at regelmessig omsetning ikke har vært et selvstendig vilkår for opptak til notering. Klagerne redegjør for Børsklagenemndas sak 3/2009 (Namsos Trafikkselskap). Klagerne går videre inn på de sakene Børsen har vist til i vedtaket, særlig Norman-saken.

Klagerne viser til at det i søknaden om strykning er opplyst at det har vært omsetning i 71 av 161 handelsdager, noe klagerne karakteriserer som «vesentlig bedre enn i Kristiansand Dyrepark og Fosen, og også markert bedre enn i Norman».

Klagerne oppsummerer med å anføre at liten likviditet var et argument som ikke ble tillagt stor vekt i favør strykning i vedtakene ovenfor, og at det da heller ikke kan være det i herværende sak, der likviditeten er noe høyere.

#### **6.4.2 Særlig om spredningen av aksjene**

Klagerne anfører at heller ikke spredningen av aksjene er spesielt lav. Børsen la til grunn fri flyt på 5,53 %. Tilsvarende tall finnes ikke de tidligere strykningssakene nevnt i klagen, men klagerne anslår at den frie flyten har variert mellom 3 % til 10 %, uten at det har vært vektlagt i strykningsevurderingen.

Klagerne anfører at en mer relevant måleparameter er den verdimessige spredningen av aksjene. Gitt markedsverdi på NOK 800 millioner og hovedaksjonærs innehav av 82,27 % av aksjene, er det «fri flyt ex. hovedaksjonær» i verdier tilsvarende ca. NOK 141 millioner. Ser man bort fra aksjene eid av selskapets største minoritetsaksjonær gjennom Caiano Ship AS, Caiano Eiendom AS og Caiano Shipping III AS, er det aksjer tilsvarende ca. NOK 49 millioner i fri flyt.

Klagerne sammenligner disse tallene med den verdimessige spredningen av aksjene i strykningssakene om Kristiansand Dyrepark, Norman, Jøtul (Vedtak og uttalelser 2002 s. 13), 24Seven Technology I (Vedtak og uttalelser 2013 s. 56) og Fosen. Klagerne anfører på denne bakgrunn at spredningen av aksjene taler klart mot strykning.

### **6.5 Hensynet til minoritetsaksjonærene**

Klagerne anfører at hensynet til minoritetsaksjonærene taler tungt mot strykning.

#### **6.5.1 Sterkt og bredt engasjement mot strykning**

Klagerne viser til at fremmøteandelen på generalforsamlingen var svært høy, 98,9 %. Videre anføres det at antallet aksjonærer som stemte mot strykning var høyt både i prosent (16,5 %) og absolutte tall (tolv).

Klagerne sammenligner prosentandelen med Kristiansand Dyrepark (14,7 %), Fosen (12,96 %) og Norman (12,43 %), og konstaterer at det var en større andel minoritetsaksjonærer som stemte mot strykning i foreliggende sak. Videre sammenlignes antallet aksjonærer i de nevnte sakene: I Kristiansand Dyrepark var stemmetallet 10-10, i Fosen 13-5 og i Norman 2-15. Klagerne viser til at tilsvarende stemmetall i herværende sak var 4-12. Klagerne karakteriserer det som er «overveldende flertall av de tilstedeværende som stemte mot strykning», til forskjell fra Kristiansand Dyrepark og Fosen, og noenlunde likt med Norman. Klagerne oppsummerer med å uttrykke at «[m]ed så stor motstand som det samlet sett var mot strykning på generalforsamlingen i Siem Shipping, har strykning i alle

tidligere tilfeller blitt nektet.» Klagerne har videre beregnet den prosentmessige andelen aksjer, holdt opp mot totalt antall aksjer, som stemte mot strykning, og den prosentmessige andelen av aksjonærer, holdt opp mot totalt antall aksjonærer, som stemte mot strykning. Klagerne konkluderer med at i begge henseende er prosentandelen høyere enn i tilfellene der børsen har innvilget søknader om strykning.

Klagerne viser også til at minoritetsaksjonærer henvendte seg direkte til Oslo Børs i forkant av børsens vedtak. Klagerne hevder også at enkelte av minoritetsaksjonærene gjennom representant var tilstede på generalforsamlingen. Representanten ble nektet å lese opp kommentarer til punktene på agendaen, herunder strykningsspørsmålet, og klagerne hevder dette synliggjør engasjementet som har vært utvist fra minoritetsaksjonærenes side.

### **6.5.2 Ingen forutgående vesentlig endring i selskapet**

Klagerne viser til at Oslo Børs i de seneste år har trukket et skille i den skjønnsmessige interesseavveiningen mellom saker der selskapet har gjennomgått vesentlige endringer, og saker der det ikke er skjedd noen slik endring eller foreligger særlige omstendigheter. Klagerne anfører at det skal mer til for å innvilge strykningssøknader i sistnevnte tilfeller.

Klagerne redegjør for Oslo Børs' vedtak om 24Seven Technology I (Vedtak og uttalelser 2013 s. 56), og viser til at børsen der la vekt på om selskapet ikke har gjennomgått endringer som resulterer i brudd på noteringsvilkår eller tilsvarende særlige omstendigheter, fordi en strykning her vil være mindre påregnelig for aksjonærer som har investert i selskapet.

Klagerne viser videre til at det i sakene om Kristiansand Dyrepark, Fosen og Norman forut for strykningssøknaden var fremsatt oppkjøpstilbud til solide premier over børskurs som ble akseptert av en betydelig andel av selskapenes aksjonærer, eller vedtatt fusjon med kvalifisert flertall på generalforsamlingen. Klagerne anfører at noe tilsvarende ikke er skjedd i Selskapet, men at det i stedet er fremsatt to tilbakekjøpstilbud uten premie sammenlignet med børskurs, og til en pris langt under underliggende verdier. Klagerne har vedlagt en verdivurdering utarbeidet av Pareto Securities på oppdrag fra minoritetsaksjonærene datert 10. mai 2015 [skal antakeligvis være 2016], som vurderer egenkapitalen til å tilsvare ca. NOK 100-110 per aksje.

Klagerne anfører at Oslo Børs i vedtaket ikke har basert seg på ovennevnte skille, og videre har tatt utgangspunkt i saker som er mindre sammenlignbare.

Klagerne viser til at det i 24Seven Technology I-saken også ble nevnt «fastlåst eierkonstellasjon» som et moment som tilsier lavere terskel for strykning. Klagerne anfører så at det ikke er en «utpreget fastlåst eierkonstellasjon» i Selskapet. Klagerne sammenligner hovedaksjonærs aksjeinnehav i Selskapet med strykningssaker der strykning ble nektet. I herværende sak innehar hovedaksjonær ca. 82 % av aksjene, mens i Kosmos-, Jøtul- og Namsos Trafikkselskap-sakene eide hovedaksjonær henholdsvis 84,4 %, 66,7 % og 84,95 % av aksjene. Klagerne anfører på denne bakgrunn at terskelen for når «låst eierstruktur» skal utgjøre grunnlag for strykning, er at andelen aksjer i fri flyt må være svært liten, eventuelt at eierkonstellasjon må kombineres med andre momenter børsen nevner.

Klagerne anser herværende sak å skille seg vesentlig fra sakene om Kristiansand Dyrepark, Fosen og Norman, og i stedet høre hjemme med sakene om Kosmos, Jøtul, Namsos Trafikkselskap og 24Seven Technology I.

### **6.5.3 Ikke profesjonelle, institusjonelle minoritetsaksjonærer**

Klagerne anfører videre at børsen feilaktig har lagt til grunn at det er en betydelig representasjon av profesjonelle aktører blant minoritetsaksjonærene som stemte mot strykning. Klagerne viser til at børsen ikke har presisert i vedtaket hva som ligger i at seks av tolv minoritetsaksjonærer er å anse som profesjonelle. Klagerne anfører at minoritetsaksjonærene består av privatpersoner og investeringsselskaper eid av privatpersoner, og at verken Caiano Eiendom AS, Caiano Shipping III AS, Caiano Ship AS, Smedasundet III AS, Charrua IV AS eller Belleza Capital Group SA har en ansatt ledelse som arbeider med forvaltning av foretakets investeringer. Øvrige minoritetsaksjonærer er fysiske personer.

Klagerne anfører at dette skiller seg fra selskaper som er ansett som store institusjonelle og svært profesjonelle aktører i tidligere saker, og nevner eksempler som MP Pensjon og Skagen Fondene (Kristiansand Dyrepark), Fjord1 Vestlandske (Fosen) og Polygon Global Partners (EVRY). Klagerne påpeker at institusjonelle investorer vil ha kunnskap, kapasitet og ressurser til å gjøre sine rettigheter gjeldende overfor selskaper også etter strykning, mens dette fremstår mindre nærliggende for alminnelige investeringsselskaper.

### **6.5.4 Manglende vurdering av hensynet til minoritetsaksjonærene**

Klagerne påpeker at børsloven § 25 første ledd uttrykkelig bestemmer at strykning ikke kan skje der det kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon. Klagerne anfører at dette er et kriterium som Oslo Børs må vurdere særskilt før en strykningssøknad kan innvilges.

Klagerne anfører at selskapet og dets majoritetsaksjonærer har vist liten eller ingen vilje til å ivareta minoritetsaksjonærenes interesser, f.eks. gjennom å sikre balansert styresammensetning, besvare spørsmål mv. Klagerne gjentar at det heller ikke er inngått eller fremsatt tilbud om aksjonæravtale. Klagerne anfører videre at selskapet har opptrådt illojalt ved å ikke iverksette nødvendige tiltak for å gjøre selskapet mer egnet for børsnotering. Det vises til kursen i tilbakekjøpstilbudene, manglende utbytteutdeling og nedprioritert IR-arbeid. Klagerne anfører at den samlede effekten er blitt lavere antall aksjonærer og svekket likviditet.

Etter klagerens oppfatning er det avgjørende at Oslo Børs i en slik situasjon forvalter sin rolle som beskytter av minoritetsaksjonærenes interesser, ved å avslå strykningssøknaden, og dermed gi Selskapet et insentiv til å ta grep for å styrke selskapets egnethet for notering.

Klagerne hevder at Selskapets hjemhørighet til Cayman Islands medfører mindre minoritetsbeskyttelse enn det man normalt vil kunne forvente av de fleste selskaper notert på Oslo Børs. Klagerne anfører at dette gjør at hensynet til minoritetsaksjonærene som har motsatt seg strykning skal veie særlig tungt.

Videre viser klagerne til at minoritetsaksjonærene i selskapet har kjøpt aksjer i tillit til at selskapet var og skulle forbli børsnotert, og at det ikke har inntrådt noen begivenheter eller skjedd endringer som skulle tilsi en endring i dette.

Klagerne anfører at overvåkingen fra Oslo Børs, Finanstilsynet og andre myndighetsorganer overfor børsnoterte selskap, er særlig viktig for et selskap med en jurisdiksjon og eiersammensetning som den foreliggende.

Etter klagerens syn ville sakens utfall blitt annerledes om børsen hadde tatt utgangspunkt i retningslinjer børsen har oppstilt i tidligere saker, og videre foretatt en slik særskilt vurdering av hensynet til minoritetsaksjonærene som beskrevet ovenfor.

## **6.6 Utsatt iverksettelse**

Klagerne anmodet i klagen om utsatt iverksettelse av vedtaket. Selskapet motsatte seg ikke dette, og børsen besluttet i klageomgangen å utsette iverksettelse av vedtaket til 15. februar 2017, slik at siste noteringsdag blir 14. februar 2017. Anførselene refereres derfor ikke nærmere her.

## **7. Selskapets merknader**

Selskapet innga merknader til klagen i brev av 16. november 2016. Etter Selskapets oppfatning er det sterke grunner til at vedtaket om strykning bør opprettholdes.

### **7.1 Rettslig utgangspunkt**

Selskapet anfører at det rettslige utgangspunktet for strykningsvurderingen er at det skal foretas en helhetsvurdering der manglende oppfyllelse av opptaksvilkår, selskapets interesse i strykning og minoritetsaksjonærenes interesse i fortsatt notering må veies mot hverandre, og at strykning ikke kan skje der det kan ventes å medføre vesentlig ulempe for aksjonærene eller markedets oppgaver og funksjon.

### **7.2 Børsens praksis i strykningssaker**

Selskapet anfører at henvisningene klagerne har gjort til praksis fra Oslo Børs og Børsklagenemnden, viser at det «generelt er høye terskler for å få strykningssaker innvilget», men at praksis illustrerer tydeligere at børsen har utøvd et «betydelig og konkret skjønn» i saker der generalforsamlingsvedtak om strykning har fått støtte fra mer enn 80 % av aksjonærene. Selskapet hevder derfor at det gir liten merverdi å telle prosentsatser eller trekke klare grenser ut fra enkeltmomenter.

### **7.3 Manglende oppfyllelse av opptaksvilkår**

Selskapet påpeker at opptaksvilkårene ikke er symmetriske med vilkårene for strykning, men at opptaksvilkårene reflekterer «helt grunnleggende hensyn» som teller med i vurderingen av om et selskap er egnet for børsnotering. Selskapet viser herunder til at dette er fremhevet i loven som et sentralt hensyn.

#### **7.3.1 Antall aksjeeiere**

I Selskapet er det 41 aksjonærer med innehav av aksjer verdt mer enn NOK 10 000, altså under 10 % av spredningskravet. Totalt antall aksjonærer er 95, og av disse var det 12 som stemte mot strykning. Selskapet anfører at ikke i noen annen sak har antallet aksjeeiere som aksjene har vært fordelt på, vært så lavt. Selskapet viser så til at den lave spredningen nødvendigvis vil lede til lite handel (manglende likviditet). Dessuten bygger børsnotering på en forutsetning om allmenn interesse i selskapet, noe som ikke lenger gjør seg gjeldende.

### **7.3.2 Manglende likviditet i aksjen**

Selskapet mener det ikke er helt treffende når klagerne hevder at det er lagt liten vekt på manglende likviditet i tidligere strykningssaker, og viser til børsstyrets uttalelser i Linde Group ASA-saken (Vedtak og uttalelser 2004 s. 54, på s. 60).

Selskapet hevder videre at Norman-saken ble avgjort med grunnlag i andre hensyn enn likviditet, slik at dette ikke kom på spissen. Selskapet viser videre til at EVERY-saken «klart betoner likviditetshensynet». Selskapet anfører derfor at det ikke kan være noen tvil om at børsstyret «er i sin fulle rett til å legge vekt på likviditetshensynet i sine konkrete vurderinger, og eventuelt også mer generelt å oppjustere vekten av dette hensynet i slike saker, i lys av de signaler man fikk i EVERY-saken».

Selskapet viser videre til at Selskapets aksjer er omsatt 76 av 218 børsdager så langt i år. Selskapet anfører at dette plasserer saken i samme kategori som saker der søknader om strykning er innvilget. Omsetningshastigheten er oppgitt å være 0,15 %, noe Selskapet anfører er svært lavt sammenlignet med alle andre strøkne selskaper der tallet er oppgitt (Kristiansand Dyrepark 0,17 % sett bort fra majoritetsaksjonær, Linde Group 1,1 %, 24Seven Technology Group 4,28 %).

Selskapet viser videre til at minoritetsaksjonærene innehar ca. 16,6 % av aksjene, og dermed langt under kravet til 25 % spredning. Av disse anfører Selskapet at Kristian Eidesvik og hans nærstående kontrollerer 12,2 % av aksjene. Selskapet hevder derfor at eierkonstellasjonene er fastlåst, og at maksimalt 5,53 % av aksjene er i fri flyt. Selskapet anfører at et selskap med så begrenset fri flyt ikke er egnet til fortsatt notering, bl.a. på grunn av behovet for regelmessig omsetning for at kursen skal avspeile reelle markedsverdier. Selskapet viser til at klagerne i stedet har fremhevet den verdimessige spredningen av aksjene. Selskapet anfører at klagerne forveksler fri flyt av aksjer med verdien av aksjene som sådan. Det vises så til EVERY-saken, som illustrasjon på at høy markedsverdi ikke er en indikasjon på at et selskap fortsatt er egnet til børsnotering. I den saken ble selskapet strøket selv om minoritetsaksjonærenes aksjer var verdt ca. NOK 500 millioner.

### **7.3.3 Selskapets interesse i å bli strøket**

Selskapet anfører at å være børsnotert medfører «betydelige krav til bruk av ressurser til rapportering og oppfølging av pliktene man har som børsnotert selskap». Selskapet ser ikke lenger fordeler av en børsnotering, og viser til at innhenting av egenkapital ikke er aktuelt, notering bidrar ikke til riktig prising av aksjene, og Selskapet har heller ingen annen interesse i børsnoteringen.

## **7.4 Hensynet til minoritetsaksjonærene**

### **7.4.1 Innledning**

Selskapet påpeker innledningsvis at hensynet til minoritetsaksjonærene ivaretas ved kravet om 2/3 flertall for å fremsette søknader om strykning fra børsen, og at med 83,5 % av stemmene ligger Selskapet godt over dette nivået. Selskapet viser videre til at strykning fra børs alltid vil fremstå som en ulempe for minoritetsaksjonærene som følge av bortfall av særlige plikter i forbindelse med børsnotering. Selskapet anfører derfor at det må foreligge «*særlige grunner* som gjør at minoritetsaksjonærene får en vesentlig ulempe av at aksjene strykes fra børsnotering» [selskapets kursivering].

## 7.4.2 Engasjement mot strykning

Selskapet kan ikke se at klagerne har dekning for å si at det ikke er blitt strøket selskaper fra børsen med så stor motstand fra minoritetsaksjonærer. Selskapet viser til at det i EVRY-saken ble gjort motstand gjennom tre instanser, uten at det ble tillagt vekt. Når det gjelder den øvrige praksisen som klagerne refererer til, viser Selskapet til at det dreier seg om «meget små nyanser» og «helt marginale forskjeller». Selskapet anfører at sakene snarere viser at det ikke har vært et vesentlig større engasjement mot strykning av Selskapet enn i de nevnte sakene der strykning ble godkjent av børsen.

Selskapet anfører videre at mer eller mindre sterkt engasjement ikke i seg selv er relevant, men at det må kreves at minoritetsaksjonærene har beskyttelsesverdige interesser i fortsatt notering. Selskapet kan ikke se at det foreligger noen slike grunner.

Selskapet viser til at reglene som beskytter mot strykning ikke skal være et rettsmiddel for større minoritetsaksjonærer til å presse opp prisen på aksjene. Selskapets syn er at det vil være uheldig om minoritetsaksjonærer kan stanse strykning ved å «'tromme sammen' 10-12 andre aksjonærer til å kjempe mot strykning, i håp om at det vil motivere selskapet eller store aksjeeiere til å kjøpe dem ut til høyere pris enn den andre aksjonærer har fått». Selskapet viser i denne forbindelse generelt til argumentasjonen i klagen i EVRY-saken.

Selskapet viser også til at Kristian Eidesvik satt i styret i januar 2016, da styret enstemmig stemte for strykning fra Oslo Børs.

## 7.4.3 Forutgående vesentlig endring i Selskapet

Selskapet viser til at børsen i 24Seven Technology-saken har etablert et skille i praksis mellom strykningssaker «der det foreligger brudd på noteringsvilkår, fastlåst eierkonstellasjon [Selskapets understrekning], forutgående oppkjøpstilbud, fusjon betinget av strykning osv.», og strykningssaker der dette ikke er tilfellet. Selskapet anfører at det skal mindre til for å stryke selskap i førstnevnte tilfeller.

Selskapet anfører at det ikke er noen tvil om at Selskapet hører til i den førstnevnte kategorien som følge av sin fastlåste eiersituasjon. Selskapet imøtegår klagerens anførsel om at det ikke er noen utpreget fastlåst eierkonstellasjon i Selskapet, under henvisning til Kosmos-, Jøtul- og Namsos Trafikkselskap-sakene. Selskapet anfører at klagerne overser at disse sakene ble avgjort før 24Seven Technology-saken.

Selskapet anfører videre at klagerens argumentasjon viser at den egentlige begrunnelsen for engasjementet mot strykning er at minoritetsaksjonærene ikke har fått et tilbud om å selge aksjene til en premie over børskurs. Selskapet anfører derfor at den «vesentlige 'interesse' hos minoritetsaksjonærene for hvorfor man ikke ønsker strykning, fremstår således å være en rent økonomisk interesse». Selskapet hevder at dette «utvilsomt ikke [er] slike 'særlige grunner' eller 'vesentlig ulempe for aksjeeierne' som kan begrunne at en søknad om strykning nektes».

## 7.4.4 Profesjonelle minoritetsaksjonærer

Selskapet er enig med børsen i at det er en betydelig representasjon av profesjonelle investorer blant minoritetsaksjonærene. Selskapet viser til EVRY-saken, der det ble betonet at det er småaksjonærene som skal beskyttes. Selskapet mener klagerne legger en for høy terskel til grunn, og er uenig i at grensdragningen for profesjonelle investorer skal gå på om en

aksjonær har «noen ansatt ledelse som arbeider med forvaltningen av foretakets investeringer». Selskapet uttaler bl.a. følgende:

Å etablere en sammenheng mellom det å ikke ha noen ansatt ledelse, og det å være beskyttet som «småaksjonær» etter strykingsreglene, vil bære helt galt av sted og åpne for massive omgåelse [sic] fra hedgefond og andre profesjonelle aktører som spekulerer i «oppkjøpsarbitrasjemuligheter», slik EVRY-saken så tydelig illustrerte, jf. nærmere klageskrivet i den saken.

#### **7.4.5 Beskyttelsen av minoritetsaksjonærene etter strykning**

Selskapet anfører at balansert styrerepresentasjon ikke er normalen i et selskap der majoritetsaksjonæren eier 82 % av aksjene. Videre hevder Selskapet at aksjonæravtaler omtrent ikke er forekommende i børsnoterte selskaper, og heller ikke når disse selskapene tas av børs. Selskapet anfører at dette «utvilsomt ikke [kan] anses som 'ulemper' som kvalifiserer for å nekte en søknad om strykning vedtatt med 83,5 % flertall blant aksjonærene».

Når det gjelder IR-arbeidet, tilbakekjøpstilbud til lave kurser og fravær av utbyttebetalinger, påpeker Selskapet at dette er saker der aksjonærene kan ha ulike oppfatninger om hva som burde gjøres, men at det er aksjemajoriteten som bestemmer dette. Selskapet anfører at store aksjonærer ikke kan pålegges å gi medaksjonærer utkjøpstilbud med premie over børskurs, og videre at børslovens formål ikke er å beskytte minoritetsaksjonærene mot lovlige vedtak i aksjeselskaper.

Selskapet kommenterer også anførselene knyttet til Selskapets hjemhørighet på Cayman Islands. Det vises til at Selskapet har regnskapsplikt og fører sine regnskaper etter IFRS-standard. Selskapet har overfor minoritetsaksjonærene gitt uttrykk for at det vil fortsette med det, og dessuten fortsette å publisere delårsregnskap – minoritetsaksjonærenes viktigste behov for informasjon vil dermed være dekket. Selskapet påpeker at det ligger i sakens natur at strykning vil medføre at informasjonsbildet svekkes, men at dette ikke er en «vesentlig ulempe» som kan begrunne nektelse av strykningssøknaden.

Selskapet viser på samme måte til at bortfall av overvåkning av Oslo Børs, Finanstilsynet og andre myndighetsorganer, samt offentlighetens søkelys, ikke vil være «vesentlige ulemper» for minoritetsaksjonærene. Selskapet karakteriserer dette som et «rettslig 'tilleggsvern'». Selskapet imøtegår klagerens anførsler om at dette er særlig viktig for et selskap med en jurisdiksjon og eiersammensetning som den foreliggende. Selskapet konstaterer at Cayman Islands er «en mye brukt jurisdiksjon for etablering av store og små internasjonale selskaper og fond, på linje med andre internasjonale selskaper på Oslo Børs. Denne typen jurisdiksjoner er omtalt i mediabildet [sic], men diskusjonene knytter seg som kjent til helt andre forhold enn at de tilbyr dårlig aksjonærbeskyttelse».

### **8. Klagerens merknader**

Klagerne ga i brev av 19. november 2016 merknader til Selskapets brev.

Klagerne anfører at det ikke er riktig at lav likviditet har vært et sentralt moment i favør strykning i sammenlignbare saker. Klagerne anfører at uttalelsene fra Linde Group-saken er mindre relevante, fordi børsen på eget initiativ strøk selskapet som følge av manglende overholdelse og oppfyllelse av børsreglenes krav. Selskapet i saken hadde solgt hele sin

operative virksomhet og over lang tid vist sviktende vilje og evne til å etterleve kravene i børsreglene. Børsen vektla også selskapets svake likviditet, men klagerne karakteriserer dette som «et tilleggsmoment ved siden av de bærende hensynene i saken». Klagerne mener dette blir «noe ganske annet enn å legge stor vekt på likviditeten i strykningssaker initiert av selskapet, både fordi svak likviditet kan være et resultat av selskapets egen strategi for å bli strøket og fordi den manglende likviditeten gjerne blir det sentrale argumentet i saken, som skal veies mot hensynet til minoritetsaksjonærene». Klagerne anfører at dette vil kunne gi selskaper insitament til å redusere likviditeten i aksjene.

Klagerne er også uenige i at EVERY-saken «klart betoner likviditetshensynet» og gir grunnlag for å «oppjustere vekten» av dette. Klagerne er videre uenig i at det finnes et skille mellom store og små selskaper når det gjelder vekten av likviditetshensynet. Klagerne kan ikke se at praksis gir støtte for dette, og heller ikke at det finnes gode grunner for å ha større adgang til strykning i store selskaper enn små.

Klagerne er uenige i Selskapets fremstilling av likviditeten i aksjen, bl.a. fordi Selskapets tall for antall handelsdager og børsdager også inkluderer dager etter søknad om strykning ble inngitt. Klagerne anfører at det ikke er relevant å regne med dager etter søknaden ble inngitt. Klagerne sammenligner antallet med andre saker der strykning er blitt innvilget.

Klagerne er uenige i at kravet om 2/3 flertall for søknad om strykning er tilstrekkelig til å verne minoritetsaksjonærenes interesser. Klagerne viser til at det ut fra praksis fra børsen og Børsklagenemnden fremkommer at stemmetallene ved generalforsamlingen er sentrale momenter i vurderingen av både selskapets interesse i å bli strøket og hensynet til minoritetsaksjonærenes interesser.

Klagerne er uenig i at børsen har utøvet et konkret skjønn i tilfeller der generalforsamlingens vedtak er fattet med stemmetall for strykning over 80 %, fordi det ikke før nå finnes eksempler på at strykning er innvilget med lavere stemmetall enn 85 % i favør av strykning.

Klagerne har innsigelser til Selskapets fremstilling av engasjementet mot strykning. Klagerne påpeker for det første at motstanden i rettssystemet fra minoritetsaksjonæren i EVERY-saken kom flere måneder etter vedtakene i Oslo Børs og Børsklagenemnda, og dermed umulig kunne vært tillagt vekt. For det andre anfører klagerne at Oslo Børs og Børsklagenemnda i EVERY-saken la til grunn at det er motstand som materialiserer seg ved stemmegivning på generalforsamlingen som er relevant. For det tredje viser klagerne til at det var tale om en profesjonell, institusjonell aksjonær som har mindre vekt i strykningsvurderingen.

Klagerne viser til at poenget er at motstanden mot strykning var større i Selskapet enn i alle de tre nevnte sakene som er trukket frem av børsen, selv om forskjellen ikke er veldig stor, og dessuten at det i de nevnte sakene i tillegg forelå særskilte omstendigheter i form av forutgående oppkjøpstilbud som gjorde hensynene mot strykning mindre tungtveiende.

Klagerne anfører at Kosmos-saken fortsatt er relevant, fordi den vises til i praksis av nyere dato fra Oslo Børs og Børsklagenemnden.

Klagerne er uenige i at det er grunnlag for å hevde at motstand fra minoritetsaksjonærene må begrunnes i «beskyttelsesverdige interesser». Klagerne kan ikke se at det er grunnlag for å fremsette påstander om at en minoritetsaksjonær har «trommet sammen» 10-12 andre



minoritetsaksjonærer, og heller ikke grunnlag for å forsøke å redusere betydningen av stemmegivningen ved generalforsamlingen ved å stille spørsmålstegn ved aksjonærenes motiver.

Klagerne mener det er lite relevant å vise til EVRY-saken –EVRY ble strøket etter oppkjøpsprosess med frivillig og pliktig tilbud som ble akseptert av ca. 88 % av aksjene i selskapet. Ingen av de små minoritetsaksjonærene stemte mot strykning, men strykning ble forsøkt obstruert av et «profesjonelt internasjonalt hedgefond».

Klagerne er uenige i at minoritetsaksjonærenes reelle interesse er å få en høyere pris for aksjene, over gjeldende børskurs. Klagerne fremhever at poenget er at det ikke har vært gitt en «exit»-mulighet som representerer selskapets underliggende verdier, og viser til Kristiansand Dyrepark-, Norman- og EVRY-sakene.

Klagerne anfører at myndighetsovervåkingen er et vesentlig element i favør av fortsatt notering i denne saken, under henvisning til at «det ikke er etablert noen beskyttelsesmekanismer for minoritetsaksjonærene i selskapet». Klagerne gjentar argumentene om styrerepresentasjon, Cayman Islands lovgivning og manglende aksjonæravtale.

Klagerne kommenterer betydningen av Kristian Eidesviks stemmegivning i Selskapets styre i januar 2016 slik: «Eidesviks stemmegivning ble imidlertid gjort på den forutsetning at selskapet fant en måte å ivareta hensynet til minoritetsaksjonærene, og da dette ikke skjedde stemte han mot strykning på generalforsamlingen.»

Klagerne er uenig i at 24Seven Technology I-saken representerer en praksisendring. Klagerne fastholder at den lempeligere strykningsnormen ved tilfeller av fastlåst eierkonstellasjon trolig skal forbeholdes tilfeller der eierkonstellasjonen er et resultat av f.eks. et forutgående oppkjøpstilbud eller eierkonstellasjonen er fastlåst på andre måter som klart gjør selskapet uegnet for notering.

Klagerne anfører at for å betegnes profesjonell må det etter børspraksis dreie seg om en profesjonell, institusjonell investor som har kapasitet og ressurser til å ivareta sine interesser uavhengig av om aksjen er børsnotert eller ikke. Klagerne mener det er lite relevant å referere til verdipapirhandellovens definisjon av profesjonell investor, som ikke sier noe om kapasitet og ressurser til å ivareta sine interesser.

## **9. Børsstyrets merknader til klagen**

Klagen ble ved brev 25. november 2016 oversendt Børsklagenemnden til behandling sammen med børsens merknader til klagen.

### **9.1 Selskapets ønske om å bli strøket**

Børsen har følgende vurdering av klagerne og Selskapets anførsler om selskapets ønske om å bli strøket fra notering:

Søknaden om strykning inneholdt kortfattede opplysninger om hvorfor Selskapet ønsket seg strøket fra Oslo Børs. Strykingsvedtaket [Oslo Børs' vedtak av 14. oktober 2016] var imidlertid fattet basert på faktiske forhold omtalt i vedtaket,

herunder stemmegivning på generalforsamling, sammensetning av minoritetsaksjeeierne, begrenset likviditet, lavt antall aksjeeiere og begrenset spredning av aksjene i Selskapet.

Selskapet er av den oppfatning at det å være et børsnotert selskap stiller betydelige krav til bruk av ressurser til rapportering og oppfølging av plikter som børsnotert selskap og at innhenting av kapital ikke er aktuelt, uten at dette kan vektlegges nevneverdig.

Selskapet hevder at notering av Selskapets aksjer på børs ikke bidrar til riktig prising av aksjene, mens Klager virker å være av den oppfatning at det ikke er noen negativ effekt i forhold til realisering av Selskapets underliggende verdier å være notert på børs, antakelig ut fra den tankegang om at det vil bli verre utenfor børs. Begge parter er naturlig nok er interessert i høyest mulig verdi for sine aksjer i Selskapet, samtidig som begge parter virker å være enige om at de underliggende verdiene ikke gjenspeiles i aksjekursen på Oslo Børs. Oslo Børs er av den oppfatning på dette punkt, at siden aksjen har vært illikvid og etter begge parters syn på et lavt kursnivå i forhold til underliggende verdier, vil det være usikkert om en strykning av Selskapets aksjer fra notering vil bidra til å endre noe på dette.

## **9.2 Manglende oppfyllelse av opptaksvilkår**

### **9.2.1 Opptaksvilkår (antall aksjeeiere og 25 % spredning)**

Oslo Børs har følgende merknader til anførselene om antall aksjeeiere og kravet til spredning:

Oslo Børs er av den oppfatning at en slik "verdimessig spredning" av aksjene ikke har noen relevans av betydning i strykningssaker. I motsatt fall ville vært blitt unødig komplisert å få strøket større selskaper, selv der et meget stort flertall av aksjeeiere ønsker strykning, siden det i slike tilfeller uansett vil være et stort antall "minoritetsaksjer" i markedet. Selskapets markedsverdi er et mål på selskapets størrelse, men sier ingenting om dets egnethet for notering i denne forbindelse.

### **9.2.2 Likviditeten i aksjen**

Børsen har følgende merknader til anførselene om aksjens likviditet:

Klager fokuserer på at Selskapets aksjer har blitt omsatt 71 av 161 handelsdager, hvilket Klager mener er vesentlig bedre enn sammenlignbare saker (Kristiansand Dyrepark, Fosen og Norman). Som Selskapet trekker frem er imidlertid en omsetningshastighet på 0,15 % svært lavt sammenlignet andre strykningssaker. Som beskrevet i Strykningsvedtaket var det i perioden fra 1. januar 2016 til dato for søknad om strykning, 24. august 2016, kun omsatt 11 479 aksjer av totalt 9 006 352 aksjer utstedt i Selskapet. Oslo Børs legger til grunn at både antall handledager og antall aksjer omsatt er relevante forhold i vurderingen av likviditet.

I Evry-saken er likviditetshensynet blant annet knyttet opp mot beskyttelse av minoritetsaksjeeierne, der Børsklagenemnden uttaler: "*Det er riktignok fortsatt en viss likviditet i aksjen som kan ha betydning for [småaksjonærene]. Men vekten av dette begrenses noe av at omsetningen er særdeles liten i forhold til selskapets størrelse og verdi.*"

### **9.3 Hensynet til minoritetsaksjonærene**

#### **9.3.1 Engasjement mot strykning**

Oslo Børs har følgende merknader til stemmetallene på generalforsamlingen:

Oslo Børs er kjent med stemmetallene i de sakene som nevnes der strykning er blitt godtatt; Kristiansand Dyrepark, Fosen og Norman. Oslo Børs er, som nevnt i Strykningsvedtaket, klar over at i henhold til tidligere praksis anses isolert sett flertallet som har stemt for strykning på Selskapets generalforsamling som relativt lavt. I Strykningsvedtaket ble det imidlertid lagt vekt på andre momenter som medførte at strykning ble vedtatt.

#### **9.3.2 Forutgående vesentlig endring i Selskapet**

Oslo Børs har følgende merknader til betydningen av forutgående vesentlig endring i Selskapet:

Oslo Børs har i Strykningsvedtaket tatt i betraktning de to tilbakekjøpstilbudene som ble gjennomført. Tilbakekjøpstilbudene ble ikke tillagt vekt av betydning i strykningsvurderingen. Vurderingen av å ikke tillegge tilbakekjøpstilbudene vekt av betydning anses å være i tråd med de vurderinger som ble gjort i nevnte saker vedrørende Kristiansand Dyrepark (frivillig tilbud), Norman ASA (pliktig tilbud) og Fosen ASA (fusjon).

Eierkonstellasjonen i Selskapet var også gjenstand for vurdering i Strykningsvedtaket. Børsen anså da selskapet for å ha en låst eierkonstellasjon, og er av den oppfatning at det ikke har fremkommet nye forhold som tilsier at eierkonstellasjonen i selskapet ikke var å anse fastlåst.

Basert på ovennevnte vurderinger anses det ikke at uttalelser nevnt i forbindelse med saken vedrørende 24 Seven Technology I, jf. også Kosmos, Jøtul og Namsos Trafikkselskap endrer forutsetningene for Børsens vurdering i den foreliggende saken.

#### **9.3.3 Profesjonelle minoritetsaksjonærer**

Oslo Børs har følgende merknader til spørsmålet om å anse visse minoritetsaksjonærer som profesjonelle:

I vedtaket vedrørende Kristiansand Dyrepark har Børsen uttalt at "Når det særlig gjelder MP Pensjon og Skagen Vekst, er det børsens vurdering at institusjonelle

aktører som disse er i stand til å gjøre sine rettigheter som minoritetsaksjonærer gjeldende også dersom selskapet skulle bli tatt av børs."

I saken vedrørende Fosen fremkommer det i Børsens vedtak at "... *Fjord I Vestlandske AS, som representerte det vesentligste av aksjer som stemte mot strykningen, påpeker Fosen at dette selskapet er en stor aktør og konkurrent innenfor det samme markedsområdet som Fosen/det fusjonerte selskapet. I tråd med børsstyrets uttalelser i saken vedrørende Kristiansand Dyrepark ASA, anføres videre at slike større, institusjonelle eiere må antas å kunne ivareta sine interesser også etter en strykning.*"

I Børsklagenemndens sak vedrørende EVRY fremkommer det i forlengelsen av vurderingen rundt institusjonelle aksjeeiere at nemdens vurdering er at (administrasjonens understrekning) "*Den andelen som eies av aksjonærer som ikke kan betegnes som profesjonelle — småaksjonærene — er således meget liten ...*" og at "*Når det gjelder de institusjonelle aksjonærene, er situasjonen annerledes. De vil være bedre i stand til å ivareta sine interesser, også etter en strykning. Børsklagenemnden kan likevel ikke se at det bør ses helt bort fra deres interesser. De kan ha en viss vekt, men vil normalt ikke være så tungtveiende.*"

Børsen er innforstått med at skillet mellom hva som er å anse som "institusjonelle"/"profesjonelle" aktører ikke nødvendigvis er endelig etablert gjennom tidligere praksis. Basert på ovennevnte, og særlig avgrensningen mot "småaksjonærer" i EVRY-saken som nevnt, er det Børsens vurdering at grensen mellom "institusjonelle"/"profesjonelle" (brukes om hverandre, jf. EVRY-saken over) og andre aksjeeiere ikke kan legges på et nivå hvor førstnevnte utelukkende defineres som "institusjonelle investorer ledet av personer som driver profesjonell forvaltning av børsnoterte verdipapirer" eller "store institusjonelle og svært profesjonelle aktører med investeringer i børsnoterte selskaper som en sentral del av sin virksomhet".

#### **9.3.4 Beskyttelse av minoritetsaksjonærer etter strykning**

Børsen uttaler følgende om anførselene knyttet til beskyttelse av minoritetsaksjonærer etter strykning:

Oslo Børs har for det alt vesentlige vært forelagt informasjon om de ovennevnte forholdene i forkant av Strykningsvedtaket, og forholdene kan således anses å være en del av grunnlaget for Oslo Børs' vedtak.

Etter Børsens syn må det ved vurdering av minoritetsaksjeeierens interesser i forbindelse med strykningsspørsmålet skilles mellom forhold som Selskapet kunne eller burde gjort annerledes i forkant av vedtak om strykning fra Oslo Børs og de forhold som Selskapet forplikter å innrette seg etter i forbindelse med og etter strykning. Børsen har i Strykningsvedtaket vurdert at det ikke er iverksatt spesielle tiltak for å ivareta minoritetsaksjeeierens interesse ved og etter en eventuell strykning. Det må forventes at aksjeeiere som har valgt å investere i selskapet har vært kjent

med at selskapet er registrert på Cayman Islands og følgelig at det denne stats lovgivning vil være gjeldende for selskapet ved en eventuell strykning fra Oslo Børs. Følgelig er det i Børsens vurdering ikke vektlagt at dette selskapet har større behov for det vern en børsnotering gir enn hva tilfellet er for norske allmennaksjeselskap.

#### **9.4 Vedtak og utsatt iverksettelse**

Børsstyrets vedtak av 25. november lyder som følger:

«Vedtaket av Oslo Børs ASA om å styrke aksjene i Siem Shipping Inc. fra notering på Oslo Børs opprettholdes.

Det gis utsatt iverksettelse av vedtaket, slik at aksjene strykes fra og med 15. februar 2017 og siste noteringsdag vil være 14. februar 2017.

Klagen fra aksjeeiere i Siem Shipping Inc. oversendes Børsklagenemnden.»

### **10. Klagernes sluttmerknader**

Klagerne gjentar at vedtaket er et brudd på tidligere praksis, og at dette verken er imøtegått eller begrunnet av Oslo Børs. Klagerne anmoder om at Børsklagenemnden opphever/omgjør børsens strykingsvedtak.

Klagerne viser for det første til at det ikke er anført tungtveiende argumenter som taler for strykning. Det vises til at Selskapet er av en slik størrelse at ressursbruken ved børsnotering og pliktene som medfølger ikke kan være noe vesentlig moment. Klagerne hevder også at Oslo Børs' vektleggelse av hensynet til svak likviditet er i strid med tidligere praksis.

For det annet anfører klagerne at strykningssøknaden fremstår som en bevisst strategi om å tilrettelegge for strykning. Det anføres at børsen ikke har vurdert betydningen av at den svake likviditeten for en vesentlig del skyldes selskapets handlinger.

For det tredje viser klagerne til hensynet til minoritetsaksjonærene. Klagerne anfører at det er «påviselig feilaktig» av børsen å hevde at det var «svært lite aktivitet fra øvrige minoritetsaksjonærer mot strykning».

Klagerne hevder videre at Oslo Børs ikke har forholdt seg til skillet som i praksis er blitt trukket mellom tilfeller der strykningssøknad fremmes på grunn av oppkjøpstilbud mv. og andre tilfeller. Klagerne anfører at Oslo Børs feilaktig synes å se tilbakekjøpstilbudene med svært begrenset akseptgrad i sammenheng med offentlige oppkjøpstilbud med «sedvanlig budpremie og tilslutning fra den brede aksjonærbasen».

Klagerne har innvendinger mot at Oslo Børs legger til grunn at Selskapet og klagerne synes å være enige om at børskursen ikke reflekterer underliggende verdier i Selskapet. Klagerne anfører at dette ikke innebærer at partene er enige om hva som er de underliggende verdiene. Klagerne viser til verdivurderingen fra Pareto Securities vedlagt klagen. Klagerne anfører at aksepten tilbakekjøpstilbudene fikk må sees i sammenheng med Selskapets manglende vilje og evne til å bedre likviditeten i aksjen og, etter hvert, uttrykte planer om å stryke selskapet fra notering.

Klagerne anfører videre at betydningen av fastlåst eierkonstellasjon som grunnlag for strykning ikke tidligere har vært oppe i praksis, og at børsen ikke redegjør nærmere for dette. Klager viser derimot til at det finnes saker med eierkonstellasjoner tilsvarende den i Selskapet der strykning er blitt nektet.

Klagerne imøtegår børsens avvisning av at den verdimessige spredningen av aksjene er relevant i strykningsvurderingen. Klagerne viser til at Oslo Børs under henvisning til verdimessig spredning har dispensert fra kravet til prosentvis spredning i opptakssaker. Klagerne anfører derfor at det ikke kan være riktig at verdimessig spredning er uten relevans.

Klagerne bestrider at noen av minoritetsaksjonærene i Selskapet «har en profesjonalitet i nærheten av den minoritetsaksjonærene har hatt når dette argumentet har vært benyttet i tidligere praksis».

Endelig anfører klagerne at Oslo Børs ikke i tilstrekkelig grad har vektlagt betydningen av at Selskapet er registrert på Cayman Islands. Klagerne mener det ikke kan vektlegges at investorene var klar over at Selskapet var registret på Cayman Islands da de investerte, fordi de investerte i Selskapet i tillit til at Selskapet skulle forbli børsnotert.

## **11. Selskapets sluttmerknader**

Selskapet kommenterer et par generelle forhold. For det første anfører Selskapet at klagernes argumentasjon rundt presentsatser både når det gjelder stemmegivning og telling av handelsdager medfører en vidløftiggjøring av saken. Selskapet understreker at det skal gjøres en skjønnsmessig helhetsvurdering.

Selskapet anfører videre at klagernes argumentasjon er vanskelig å følge hva gjelder vekten av hensynet til aksjenes likviditet. Selskapet uttaler (Selskapets kursivering):

En viktig årsak til at Selskapet ønsker strykning er at likviditeten i aksjen er svak grunnet sterk eierkonsentrasjon. Dette er Klagerne enige i, men anfører at det ikke er tungtveiende argument siden dette er et resultat av Selskapets egne handlinger, *«herunder tilbakekjøpstilbud som – til tross for at prisen var urealistisk lav – medførte redusert antall aksjonærer»*. Senere argumenterer man imidlertid for at Selskapet likevel ikke oppfyller de kriterier som er nedfelt i 24Seven saken, for en mindre streng strykningspraksis bl.a. der det foreligger en fastlåst eierstruktur, med de konsekvenser dette får for likviditeten i aksjen. [sic]

Til punktet om redusert markedsovervåkning anfører Selskapet at den overvåkingen bare har verdi der det foreligger et marked der aksjene er gjenstand for en viss handel.

Når det gjelder de underliggende verdiene i Selskapet, anfører Selskapet at det kan være delte meninger om de underliggende verdiene best realiseres på eller av børs. Det uttales så at «[s]lik Selskapet ser det, og som et stort flertall av aksjemajoriteten har sluttet seg til, er det liten grunn til å tro at prisingen på børs vil gi oppsving, gitt den fastlåste eierstrukturen og den meget begrensede likviditeten». Selskapet gjentar at en gruppe minoritetsaksjonærer «ikke bør få presse gjennom sitt syn» ved å motsette seg strykning når hensynene bak notering ikke lenger gjør seg gjeldende.

Selskapet bemerker at klagernes benektelse av at motivasjonen bak motstanden mot strykning er økonomisk, blir påfallende når det samtidig fremheves at det ikke er gitt adekvate «exit»-muligheter fordi tilbakekjøpstilbudene ble fremsatt uten en premie over børskurs.

## **12. Børsens og partenes avsluttende merknader**

Børsen gir i e-post av 5. desember uttrykk for at den er uenig i klagernes sluttmerknader, og har ikke kommentarer til Selskapets sluttmerknader.

Klagerne er uenig i at det er en motsetning mellom at minoritetsaksjonærene erkjenner at likviditeten i aksjen er lav, samtidig som minoritetsaksjonærene mener at selskapet ikke har en fastlåst eierkonstellasjon. Klagerne anfører at likviditeten ikke bare er en refleks av eierstrukturen, men også beror på andre forhold.

Klagerne er også «dypt uenig» i Selskapets anførsel om at markedsovervåkning fra Oslo Børs og Finanstilsynet lett blir «et misbruk av ressurser» når aksjene ikke er gjenstand for en viss handel. Klagerne kan ikke se at regler eller praksis gir grunnlag for å hevde at overvåkingen av informasjonsplikter, likebehandlingsprinsipper, corporate governance, primærinnsiders meldeplikt etc. skal være mindre omfattende fordi aksjens likviditet er svak.

Klagerne fremhever at selv om likviditeten i aksjer er svak nå, vil markedet for shippingaksjer kunne ta seg opp og dermed gi en oppsving for aksjekursen. I tillegg vises det til mulighetene for eksempelvis oppkjøpstilbud, og betydningen av synligheten ved børsnotering.

Selskapet påpeker at aksjonærenes økonomiske interesser vil bestå, og at det derfor ikke vil være noen «vesentlig ulempe» for klagerne dersom Selskapet strykes fra notering. I tillegg vises det til siste handler i aksjen på Oslo Børs, som viser kurssvingning mellom NOK 45,10 og NOK 69 mellom 30. november og 2. desember. Selskapet anfører at det er «åpenbart at aksjer som er gjenstand for slike svingninger ikke er egnet til å fortsatt være notert på Oslo Børs».

## **13. Børsklagenemnden skal bemerke:**

Etter børsloven § 25 første ledd "kan" regulert marked stryke et finansielt instrument "hvis det ikke lenger tilfredsstillende vilkår eller regler eller særlige grunner for øvrig taler for det". Det kan likevel ikke strykes "hvis dette ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjoner". I løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper punkt 15.1 fjerde ledd heter det at et selskap kan "søke børsen om at dets aksjer blir strøket fra kursnoteringen hvis generalforsamlingen har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer".

Om innholdet i og anvendelsen av bestemmelsene viser Børsklagenemnden til det som er uttalt i Børsklagenemndens klageavgjørelse om EVERY, Vedtak og uttalelser 2015 side 52. Vurderingstemaet er her beskrevet slik:

Bestemmelsene legger opp til et bredt skjønn. Avgjørelsen av en søknad om strykning som ikke alle aksjonærene stiller seg bak, vil bero på en nærmere avveining og vurdering av hensynene for og hensynene mot strykning. Det sentrale vil da være selskapets – representert ved flertallets – interesse i strykning mot

mindretallsaksjonærenes interesse i fortsatt notering. Vurderingen må skje i lys av likviditetshensyn, hensynet til markedets oppgaver og funksjon og tilliten til markedet. I denne sammenheng vil det blant annet kunne være et moment om selskapet oppfyller noteringsvilkårene.

Det er i Oslo Børs praksis lagt til grunn at det i den skjønnsmessige vurdering i en slik sak spesielt må ses hen til minoritetsaksjonærenes interesser, og det er fulgt en streng praksis. Minoritetsvern er et relevant og sentralt hensyn på dette området også mer generelt og etter Børsklagenemndens syn har en slik praksis gode grunner for seg. Men den nærmere vurdering må skje i lys av omstendighetene i den enkelte sak.

Strykning er åpenbart ikke en vesentlig ulempe for markedets oppgaver og funksjon. Det er således avveiningen av selskapets interesser opp mot minoritetsaksjonærenes interesser som blir avgjørende.

Oslo Børs har i vedtaket 14. oktober 2016 og i forbindelse med klagebehandlingen foretatt en gjennomgåelse av momentene i saken. Børsen har etter en samlet vurdering kommet til at søknaden om strykning av aksjene i Siem Shipping fra Oslo Børs innvilges. Vedtaket er fastholdt ved børsstyrets behandling av klagen 25. november 2016, hvor børsens avgjørelsesgrunnlag er oppsummert slik:

Strykingsvedtaket var ..... basert på faktiske forhold omtalt i vedtaket, herunder stemmegivning på generalforsamling, sammensetning av minoritetsaksjonærene, begrenset likviditet, lavt antall aksjeeiere og begrenset spredning av aksjene i Selskapet.

Partene og børsen har kommet med tilleggsbemerkinger.

I klagen angripes ikke børsens forståelse av bestemmelsene og vurderingstemaet. Det er imidlertid bemerket at det ikke ses å være foretatt en særskilt vurdering av det lovbestemte vilkåret om at strykning ikke må ventes å medføre ”*vesentlig ulempe*” for aksjonærene. Børsklagenemnden viser til at minoritetsaksjonærenes interesser er nærmere vurdert både i vedtaket og i børsstyrets uttalelse til klagen. Det ligger implisitt i børsens vurderinger at strykningen ikke er ansett å ville medføre vesentlig ulempe for minoritetsaksjonærene.

Klagen er rettet mot de konkrete vurderinger og avveininger vedtaket bygger på sett opp mot børsens praksis i tidligere saker. Det er gjort omfattende henvisninger til og sammenligninger med saksforholdet og argumentasjonen i andre saker.

Oslo Børs har på sin side vist til saker hvor strykning ble tillatt: Kristiansand Dyrepark ASA (Vedtaket og uttalelser 2004 side 63), Norman ASA (Vedtaket og uttalelser 2009 side 46) og Fosen ASA (Vedtaket og uttalelser 2008 side 26). Klagerne har anført at saken skiller seg vesentlig fra disse og hører hjemme i samme kategori som Kosmos-saken fra 1991 og sakene om Jøtul ASA (Vedtaket og uttalelser 2002 side 13), Namsos Trafikkselskap ASA (Vedtaket og uttalelser 2009 side 25) og 24seven Technology I (Vedtaket og uttalelser 2013 side 56), hvor strykning ble nektet.



Om forholdet til børsens avgjørelser i andre saker finner Børsklagenemnden grunn til å minne om det som ble uttalt i EVRY-saken:

Børsklagenemnden bemerker at Oslo Børs ved sin myndighetsutøvelse etter børsloven § 25 og tilhørende regelverk plikter å behandle selskapene likt så langt de relevante, faktiske forhold i sakene er like. Praksis kan legges om dersom dette ligger innenfor hjemmelsgrunnlaget, men vedtaket i denne saken er ikke ansett å innebære praksisomlegging. Foreligger det ugrunnet og usaklig forskjellsbehandling, kan dette nedføre ugyldighet. Praksis kan også belyse hensynene i en sak.

Avgjørelsen av denne typen saker beror som redegjort for innledningsvis på et meget bredt skjønn. Det skal foretas en interesseavveining og nærmere vurdering av ulike momenter. Vekten av de ulike momenter vil avhenge av de nærmere omstendighetene. Noen faste kriterier for skjønnet for eksempel i form av andel eller antall minoritetsaksjonærer eller nærmere om aksjonærsammensetningen, likviditet og handel er ikke oppstilt i regelverket eller klart trukket opp i praksis. Faktum i slike saker vil sjelden være helt likt.....

Det er i foreliggende sak ikke anført at børsens vedtak er ugyldig på grunn av usaklig forskjellsbehandling, en anførsel som Børsklagenemnden heller ikke kan se at ville kunne føre frem.

Børsklagenemnden tilføyer at det bør utvises varsomhet med å generalisere eller trekke motsetningsslutninger fra konkrete uttalelser i den enkelte sak. Selv om det kan være likheter på sentrale punkter, kan resultatet i sakene bli forskjellig på grunn av vurderingen og avveiningen av de ulike konkrete omstendigheter.

Strykningssøknaden bygger på vedtak på generalforsamling i Selskapet 6. mai 2016 der det med ca. 83,5 % av de avgitte stemmene ble vedtatt å gi ledelsen fullmakt til å søke om strykning fra notering på Oslo Børs. 16 av selskapets 94 aksjeeiere, som til sammen representerte 98,9 % av aksjekapitalen, var til stede eller representert på generalforsamlingen. (Noen steder er antallet aksjeeiere oppgitt til 95, uten at dette har betydning.) Fire aksjeeiere stemte for strykning, blant disse hovedaksjonæren Siem Industries Inc., som eier av 79,49 % av aksjekapitalen og Siem Investment Inc., som eier 2,78 % (som senere er overtatt av Siem Industries Inc.). Tolv aksjeeiere stemte mot strykning.

Siem Shipping sammenfattet begrunnelsen for søknaden om strykning slik:

The Company applies for a delisting of its shares from Oslo Børs as it no longer satisfies the spread requirements for listed companies on Oslo Børs, and because the Company believes that the current shareholder structure together with the low liquidity in its shares makes it no longer suitable for listing on Oslo Børs.

Dette er nærmere underbygget i søknaden, hvor det fremgår at Selskapet ”*does not foresee any public offers in the near future, or other initiatives from the Company or otherwise, which could increase liquidity in the share*”. Selskapet har også vist til den store andelen

profesjonelle aksjeeiere blant de som stemte mot strykning og at minoritetsaksjonærene har fått to tilbud om tilbakekjøp.

Børsklagenemnden bemerker at selskapet i dag ikke oppfyller noteringsvilkårene i det kravene til spredning (25 %) og antall aksjonærer (500 over NOK 10 000) ikke er oppfylt. Selskapet ville således ikke ha blitt tatt opp til notering på Oslo Børs med dagens aksjonærstruktur.

Klagerne har anført at søknaden om strykning ikke er underbygget av vektige argumenter, så som forutgående vesentlige endringer i selskapet, men snarere er et resultat av en bevisst strategi fra Selskapets side for å tilrettelegge for strykning. Børsklagenemnden viser til at noteringsvilkårene er krav som normalt vil ha betydning for handelen og prisdannelsen og således for egnetheten for børsnotering. Tilbakekjøpene er resultat av frivillige salg, og det kan vanskelig anses illojalt å tilby tilbakekjøp til gjeldende børskurs. Etter nemndens vurdering bygger søknaden på legitime grunner.

Mot Selskapets interesser står minoritetsaksjonærenes interesser og behov, som det er redegjort nærmere for overfor børsen og i klagesaken. Ved strykning vil de miste den beskyttelsen som ligger i børs- og verdipapirhandellovens bestemmelser, herunder om informasjonsplikt og rapportering og dessuten handelsapparatet med investorbeskyttelse og gjennomlysning av handler.

Oslo Børs har trukket frem og lagt vekt på at Selskapet har en låst eierstruktur og en lav likviditet i aksjen:

I perioden fra 1. Januar 2016 til dato for søknad om strykning, 24. august 2016, ble det kun omsatt 11 479 aksjer av totalt 9 006 352 aksjer utstedt i Selskapet. Likviditeten i Selskapet må følgelig anses å være svært lav. Basert på dagens eierstruktur er det også rimelig å anta at likviditeten vil holde seg lav fremover. Selskapet har opplyst at Siem Industries Inc. eier ca. 82,27 % av aksjene i Selskapet og at selskaper kontrollert av Kristian Eidsvik til sammen kontrollerer ca. 12,2 % av aksjene i Selskapet. Følgelig er maksimalt 5,53 % av aksjene gjenstand for fri flyt. Strykning vil kunne være en ulempe for aksjonærene ved at likviditeten reduseres ytterligere. Det faktum at likviditeten i Selskapets aksjer allerede er svært lav medfører imidlertid at dette hensynet til minoritetsaksjeeierne vil ha begrenset vekt i strykningsvurderingen i den foreliggende sak.

Børsklagenemnden viser i tillegg til det som opplyses i Selskapets søknad om at det har vært handel i 71 av 161 omsetningsdager fra 1. januar 2016. Både antall handelsdager og antall aksjer omsatt er relevante momenter.

I tilslutning til de momentene børsen trekker frem i sitatet, vil Børsklagenemnden fremheve det meget lave antall aksjeeiere, bare 94. Som vist til av børsen kan maksimalt 5,53 % av aksjene anses for å være gjenstand for fri flyt. Verdien av aksjene som er gjenstand for fri flyt kan, som børsstyret påpeker, ikke være avgjørende for egnetheten for notering. Det er fortsatt en viss likviditet i aksjene, men etter det som er opplyst om omsetningen sett i forhold til Selskapets verdi må den anses særdeles lav, noe som begrenser betydningen for minoritetsaksjonærene betydelig. Omsetningshastigheten er beregnet til 0,15 % og er særdeles

lav. Også det underbygger at eierstrukturen i Selskapet må anses fastlåst. Dette er momenter som etter Børsklagenemndens syn hver for seg og særlig sett i sammenheng i vesentlig grad belyser interessene i denne saken.

Klagerne fremhever den store motstanden mot strykning, som avstemningen på generalforsamlingen viser, og at bare ca. 83,5 % stemte for strykning. Børsklagenemnden bemerker at flertallet som stemte for strykning er lavere enn i tidligere saker hvor strykning er tillatt. Forskjellen er likevel marginal, og prosentandelen som stemte for strykning kan isolert sett etter Børsklagenemndens syn heller ikke være noe avgjørende moment. Noen nedre grense er ikke oppstilt utover det som følger av kravet om 2/3 flertall for at det kan søkes om strykning. Stemmetallet ligger godt over 2/3.

De som møtte på generalforsamlingen og stemte mot strykning representerer ca. 16,5 prosent av aksjekapitalen. Børsklagenemnden konstaterer at det er en klar motstand mot strykning fra aksjonærer som representerer en ikke ubetydelig del av aksjekapitalen. Klagerens vektlegging av at et flertall av de fremmøtte på generalforsamlingen stemte mot strykning; tolv mot, fire for, kan Børsklagenemnden imidlertid ikke følge. Forholdsmessigheten målt i antall fremmøtte kan ikke være noe moment av betydning, iallfall ikke i saken her.

Til sammen var 98,9 % av aksjekapitalen til stede eller representert på generalforsamlingen. De 78 aksjonærene som eier den resterende 1,1 % kjenner man ikke holdningen til. I utgangspunktet må deres interesser vurderes ut fra mer allmenne vurderinger av den beskyttelsen som ligger i børs- og verdipapirrettens regelverk. I dette tilfellet har det imidlertid vært vel kjent at strykningsspørsmålet ville bli tatt opp, og med den relativt høye deltakelsen på generalforsamlingen, kan man vanskelig legge til grunn noe særlig engasjement mot strykning blant de som ikke møtte.

Børsklagenemnden bemerker videre at minoritetsaksjonærer kan være en sammensatt gruppe, og beskyttelsehensynene kan ha ulik vekt. Noen vil kunne være i stand til å ivareta sine interesser, uavhengig av om aksjen er børsnotert eller ikke. Det gjelder i særlig grad institusjonelle investeringsselskaper, men også andre må formodes å kunne ivareta sine interesser på en rimelig tilfredsstillende måte. For andre igjen vil det vernet som ligger i børsnotering være viktig. Den gruppen det særlig er grunn til å vektlegge hensynet til, er småaksjonærene. Alle privatpersoner vil ikke nødvendigvis falle inn under denne gruppen, som heller ikke nødvendigvis vil være begrenset til privatpersoner. I praksis vil det ikke være mulig å gå inn på den enkelte aksjeeiers forutsetninger for å kunne ivareta sine egne interesser etter en strykning fra børsnotering. Etter Børsklagenemndens syn må man basere seg på en skjønnsmessig grovvurdering.

Oslo Børs har lagt til grunn at av de 12 aksjeeierne som stemte mot strykning, må halvparten kunne anses å være "profesjonelle investorer" og at de innehar rundt 16 % av de ca. 16,5 % av aksjene som stemte mot strykning. Klagerne har bestridt en slik kategorisering og grunnlaget for den. Børsklagenemnden anser børsens vurdering som et forsvarlig anslag som iallfall indikerer at i denne saken er den aksjonærgruppen som det særlig er grunn til å beskytte svært liten, både målt i antall aksjonærer og i prosenter av aksjekapitalen.

Klagerne har videre vist til at selskapet er hjemmehørende på Cayman Islands, en jurisdiksjon som gir mindre minoritetsbeskyttelse i sin selskapslovgivning enn det man vil kunne forvente for de aller fleste selskaper notert på Oslo Børs. Hensynet til minoritetsaksjonærene, som har

investert i Selskapet i tillit til at dette skulle være børsnotert, anføres derfor å måtte veie særlig tungt. Oslo Børs har fremhevet at de som har valgt å investere i selskapet har vært kjent med at selskapet er registrert på Cayman Islands og at denne stats lovgivning vil være gjeldende for selskapet ved en eventuell strykning fra Oslo Børs. Børsen har derfor ikke vektlagt at aksjonærene i dette selskapet har større behov for vern enn hva som er tilfelle for norske allmennaksjeselskaper. Børsklagenemnden ser poenget i dette, og etter nemndens syn vil det også kunne være problematisk å begi seg inn på en sammenligning av ulike jurisdiksjoner. Ut fra de hensynene som strykningsreglene bygger på, vil Børsklagenemnden likevel ikke se bort fra at et slikt moment etter omstendighetene vil kunne tillegges en viss vekt i en konkret vurdering av minoritetsinteressene. I den foreliggende sak mener Børsklagenemnden at momentet ikke bør tillegges nevneverdig betydning. Selskapet har fremhevet at de fører sine regnskaper etter IFRS-standarden og vil fortsette å gjøre dette og å publisere delårsregnskap.

Det er sterk uenighet mellom partene om betydningen av de to tilbakekjøpstilbudene som har vært fremsatt, først i desember 2014, hvor det ble kjøpt tilbake 529,074 aksjer til en pris på NOK 60 per aksje, og deretter i februar – mars 2016, hvor det ble kjøpt tilbake 112,053 aksjer for samme pris per aksje, omtrent i samsvar med gjeldende børskurs.

Hvor minoritetsaksjonærene er gitt muligheter til å tre ut av selskapet vil dette etter omstendighetene kunne ha betydning i en strykningsvurdering. Oslo Børs har ikke tillagt tilbakekjøpstilbudene vekt av betydning i saken her. Det er vist til at bare 6,5 % av minoritetsaksjonærene aksepterte tilbudet i 2016.

Børsklagenemnden ser noe annerledes på dette. Det siste tilbudet, som etter det opplyste gjaldt alle minoritetsaksjene i selskapet, ble offentliggjort i januar 2016 sammen med styrets vedtak om strykning og til en pris omtrent på daværende markedskurs. Denne exit-muligheten til børskurs rett forut for behandlingen i generalforsamlingen bør etter Børsklagenemndens syn tillegges en viss betydning, særlig når likviditeten i handelen med selskapets aksjer er lav som her, selv om det ses hen til antallet som aksepterte tilbudet og at det ble gitt uten premie.

Etter en samlet vurdering basert på de ovenstående momentene har Børsklagenemnden kommet til at det ikke kan anses å være en vesentlig ulempe for minoritetsaksjonærene at Selskapet strykes fra notering og finner som Oslo Børs at søknaden om strykning bør innvilges.

Oslo Børs vedtak av 14. oktober 2016 blir etter dette å stadfeste.

Etter vedtaket av 14. oktober 2016 ville siste noteringsdag være 13. desember 2016. I klagen ble det bedt om utsatt iverksettelse. Anmodningen ble tatt til følge i børsstyrets vedtak 25. november 2016. Etter dette vedtaket strykes aksjene fra og med 15. februar 2017 og siste omsetningsdag vil være 14. februar 2017.

Børsklagenemnden fatter etter dette slikt enstemmig

**vedtak:**

Oslo Børs ASAs vedtak 14. oktober 2016 om å stryke aksjene i Siem Shipping Inc. fra notering på Oslo Børs stadfestes.



Liv Gjølstad  
(leder)



Espen Klitzing



Christian Lund



André Michaelsen



Jøril Mæland