

# *Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2015*



WIKBORG | REIN

«*World class  
lawyers*»

Chambers and Partners

---

OSLO • BERGEN • LONDON • SINGAPORE • SHANGHAI • KOBE

---





simonsen  
vogt wiig

*Fornøyde klienter  
er vårt fremste mål*

[www.svw.no](http://www.svw.no)

Kompliserte børstransaksjoner krever **rett kompetanse.**

Advokatfirmaet Simonsen Vogt Wiig AS | Oslo | Bergen | Kristiansand | Stavanger | Tromsø | Trondheim | Singapore

## FORORD

Børssirkulærer, vedtak og uttalelser består av utdrag fra de vedtak, brev og andre uttalelser som antas å ha interesse fordi de illustrerer fortolkninger eller praksis. I tillegg er alle børs-sirkulærer fra 2015 inntatt.

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

Børsklagenemndens vedtak, enkelte av børsstyrets vedtak og børs-sirkulærer publiseres løpende. Gratis abonnement kan bestilles på børsens nettside:

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

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

Oslo Børs, 18. januar 2016

Øivind Amundsen  
Direktør  
Førstehåndsmarkedet og juridiske tjenester  
Oslo Børs ASA



## KUNNSKAP. INGENTING ANNET.

Fordi det er forskjell på mennesker, er det forskjell på advokater – og advokatfirmaer. CLP ble etablert i 2007 som et effektivt og eksklusivt alternativ til de største advokatfirmaene. Et alternativ der engasjementet er personlig og prosessene preget av svært høy kvalitet. Kundelojalitet og nasjonale og internasjonale kåringer har bekreftet vår antakelse: En mer kompleks rettslig hverdag gir CLPs spesialister et fortrinn når vi bistår våre oppdragsgivere i transaksjoner og andre rettslige prosesser i Norge og utlandet. Les mer om oss på [clp.no](http://clp.no)



[clp.no](http://clp.no)





*“A very strong player on the market with a large share of the bigger transactions”*

Chambers Europe 2015

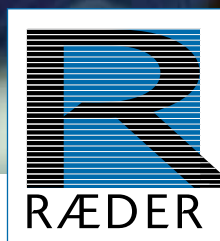
**BAHR**

## INNHALDSFORTEGNELSE

<b>1</b>	<b>BØRSSIRKULÆRER 2015</b> .....	<b>4</b>
1.1	BØRSSIRKULÆRE 1/2015: FASTSETTELSE AV REGLER FOR MERKUR MARKET .....	5
1.2	BØRSSIRKULÆRE 2/2015: ENDRINGER I PRISER FOR FØRSTEHÅNDSMARKEDET PÅ OSLO BØRS, OSLO AXESS OG NORDIC ABM .....	21
1.3	BØRSSIRKULÆRE 3/2015: ENDRINGER I UTSTEDERREGLENE FOR OSLO BØRS OG OSLO AXESS .....	26
1.4	BØRSSIRKULÆRE 4/2015: ENDRINGER I OBLIGASJONSREGLENE FOR OSLO BØRS OG NORDIC ABM.....	38
<b>2</b>	<b>OPPTAK TIL BØRSNOTERING</b> .....	<b>47</b>
2.1	NYE SELSKAPER I 2015 .....	47
2.2	OPPTAKSPRAKSIS.....	47
2.2.1	<i>Unntak fra krav i løpende forpliktelser pkt. 11.4 første ledd vedrørende opptak til notering av nye aksjer – Eitzen Chemical (e-post av 15.01.2015) .....</i>	<i>47</i>
2.2.2	<i>Redegjørelse for fortsatt notering – Nio Inc. (e-post av 12.03.2015).....</i>	<i>48</i>
2.2.3	<i>Opptaksreglene punkt 2.4.5 - stemmerett for aksjene – Multiconsult ASA (vedtak av 06.05.2015) .....</i>	<i>48</i>
2.2.4	<i>Opptak til notering av tegningsretter – Vistin Pharma ASA (e-post av 13.05.2015).....</i>	<i>49</i>
<b>3</b>	<b>STRYKNING/SUSPENSJON</b> .....	<b>50</b>
3.1	SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING.....	50
3.2	STRYKNINGSSAKER .....	50
3.2.1	<i>Strykning fra notering - EVRY ASA - vedtak, beslutninger og rettsavgjørelser.....</i>	<i>50</i>
3.2.1.1	<i>Børsklagenemndens sak 1/2015: Klage over Oslo Børs ASAs vedtak om å avslå søknad om strykning av EVRY ASA fra notering på Oslo Børs.....</i>	<i>52</i>
3.2.1.2	<i>Børsklagenemndens sak 2/2015: Begjæring fra Polygon Global Partners LLP om utsatt iverksetting av Børsklagenemndens vedtak om å tillate strykning av EVRY ASA fra notering på Oslo Børs .....</i>	<i>71</i>
3.2.1.3	<i>Kjennelse om midlertidig forføyning vedr. strykning av EVRY ASA – Oslo Byfogdembete (avsagt 27.10.2015) .....</i>	<i>83</i>
3.2.1.4	<i>Utsettelse av strykning av EVRY ASA – Oslo Børs (brev av 28.10.2015) .....</i>	<i>83</i>
3.2.1.5	<i>Anke – Borgarting lagmannsrett (avsagt 17.11.2015) .....</i>	<i>87</i>
3.2.1.6	<i>Kjennelse - Høyesteretts ankeutvalg (avsagt 15.12.2015).....</i>	<i>87</i>
3.2.2	<i>Finanstilsynets vedtak om å pålegge Oslo Børs å stryke obligasjonene utstedt av Solør Bioenergi Holding AB fra notering på Oslo Børs (brev av 26.08.2015).....</i>	<i>88</i>
3.2.3	<i>Finansdepartementets vedtak om å oppheve Finanstilsynets vedtak vedrørende strykning av obligasjoner utstedt av Solør Bioenergi Holding AB fra notering på Oslo Børs (brev av 27.10.2015).....</i>	<i>89</i>
3.2.4	<i>Resolution to delist the shares - Royal Caribbean Cruises Ltd. (brev av 08.12.2015).....</i>	<i>97</i>
<b>4</b>	<b>LØPENDE UTSTEDERREGLER</b> .....	<b>102</b>
4.1	LIKEBEHANDLING AV AKSJONÆRER.....	102
4.1.1	<i>Børsklagenemndens sak 3/2015: Sparebank1 Østfold Akershus – klage over Oslo Børs ASAs vedtak om å illegge selskapet overtredelsesgebyr .....</i>	<i>102</i>
4.2	LØPENDE INFORMASJONSPLIKT MV .....	123
4.2.1	<i>Vedtak om overtredelsesgebyr .....</i>	<i>123</i>

4.2.1.1	Overtredelse av løpende informasjonsplikt samt manglende offentliggjøring av utvidet børsmelding - Scana Industrier ASA (protokoll fra styrebehandling 26.05.2015) .....	123
4.2.2	<i>Kritikkbrev/Generell veiledning</i> .....	138
4.2.2.1	Vedrørende offentliggjøring av 4.kvartalsrapport - Bionor Pharma ASA (brev av 07.04.2015) .....	138
4.2.2.2	For sen offentliggjøring av innkalling til ordinær generalforsamling og offentliggjøring av protokoll – Zalaris ASA (brev av 14.07.2015).....	139
4.2.2.3	Vedrørende kapitalendring juli 2015 – Link Mobility Group ASA (brev av 21.08.2015) .....	140
4.2.2.4	Kritikk for informasjonshåndtering ifm. inngåelse av distribusjonsavtale med H&R Healthcare Ltd. - Biotec Pharmacon ASA (brev av 24.09.2015) .....	140
4.2.2.5	Styreleders avgang – Telenor ASA (brev av 02.12.2015) .....	143
4.3	REGNSKAPSRAPPORTERING .....	145
4.3.1	<i>Exemption from sections 3.6.2 (1) and (2) of the Oslo Børs' Bond Rules - EXMAR Netherlands BV (brev av 23.02.2015)</i> .....	145
<b>5</b>	<b>OVERTAKELSESTILBUD</b> .....	<b>146</b>
5.1	KONTROLLERTE TILBUD 2015 .....	146
5.2	PLIKTIG TILBUD.....	146
5.2.1	<i>Exemption from Norwegian rules on take-over bids – Knightsbridge Shipping Limited (brev av 23.02.2015)</i> .....	146
5.2.2	<i>Exemption from Norwegian rules on take-over bids – Frontline Ltd. (brev av 02.06.2015)</i> .....	148
5.3	DISPENSASJON FRA TILBUDSPLIKT .....	149
5.3.1	<i>Dispensasjon fra tilbudsplikt ved overdragelse til heleid datterselskap - Rocksource ASA (brev av 29.04.2015)</i> .....	149
5.3.2	<i>Dispensasjon fra tilbudsplikt ved fusjon - Siem Offshore Inc (brev av 01.06.2015)</i> .....	151
5.3.3	<i>Exemption from mandatory bid obligation - Interoil Exploration and Production ASA (brev av 02.07.2015)</i> .....	152
5.3.4	<i>Dispensasjon fra tilbudsplikt - Havfisk ASA og Ocean Yield ASA (brev av 30.09.2015)</i> .	156
<b>6</b>	<b>MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER</b> .....	<b>159</b>
6.1	NYE MEDLEMMER 2015 .....	159
6.2	MEDLEMSREGLER/HANDELSREGLER .....	159
6.2.1	<i>Håndtering av ordreinnleggelse - Panoro Energy ASA (PEN) (brev av 16.10.2015)</i> .....	159
6.2.2	<i>Ordreinnleggelse – manuell overstyring av alarmer – Norwegian Air Shuttle(NAS) (brev av 19.10.2015)</i> .....	160
6.2.3	<i>Manglende rapportering av handler – Norne Securities AS (brev av 25.11.2015)</i> .....	161





## Kommersiell forståelse, juridisk ekspertise

Advokatfirma Ræder er ett av Norges ledende advokatfirmaer. Vi har kompetanse og erfaring på alle forretningsjuridiske områder og bistår en rekke børsnoterte foretak. Våre advokater er gode diskusjonspartnere og strategiske rådgivere for virksomheter som ønsker å gå på børs. Ræder har i 2014-15 bistått i forbindelse med tre børsnoteringer, samt emisjoner i børsnoterte foretak av total størrelse på cirka NOK 1,6 milliarder.

Ræder er sentral som juridisk og strategisk rådgiver i et vidt spekter av transaksjoner innenfor M&A og Corporate Finance. Vi bistår bedrifter i ulike bransjer, verdipapirforetak, bedriftsmeglere og transaksjonsrådgivere, både i Norge og utlandet. Vårt team har betydelig internasjonal kompetanse og erfaring og Ræder er ofte foretrukket rådgiver på komplekse internasjonale transaksjoner.

---

[www.raeder.no](http://www.raeder.no)

ADVOKATFIRMA RÆDER

Henrik Ibsens gate 100, Oslo, Telefon: 23 27 27 00, Epost: [post@raeder.no](mailto:post@raeder.no)



# KVALE

ADVOKATFIRMA



## OSLO BØRS FØRST I VERDEN MED EGNE LISTER FOR GRØNNE OBLIGASJONER

Utstedere som tar et særskilt klimaansvar profileres gjennom egne lister for grønne obligasjoner på Oslo Børs og Nordic ABM. Notering av de grønne lånene gir økt synlighet for utsteder overfor investorer og listene bidrar til at investorene lettere kan identifisere grønne obligasjoner. I tillegg til å tilfredsstille de samme noteringsvilkårene som øvrige lån, må utsteder innhente en «second opinion» fra en uavhengig tredjepart som skal være offentlig tilgjengelig. Dessuten skal prosjektoppdateringer gjøres tilgjengelig for allmennheten dersom dette er avtalt ved emisjonen.

Les mer om grønne obligasjoner på [oslobors.no](https://oslobors.no)



## 1 BØRSSIRKULÆRER 2015

1	Fastsettelse av regler for Merkur Market
2	Endringer i priser for førstehåndsmarkedet på Oslo Børs, Oslo Axess og Nordic ABM
3	Endringer i utstederreglene for Oslo Børs og Oslo Axess
4	Endringer i obligasjonsreglene for Oslo Børs og Nordic ABM

## 1.1 Børssirkulære 1/2015: Fastsettelse av regler for Merkur Market

### 1 Oversikt

Oslo Børs har besluttet å etablere en alternativ markedsplass, Merkur Market<sup>1</sup>, for opptak til handel og omsetning av norske og utenlandske aksjer, egenkapitalbevis og andre finansielle instrumenter. Merkur Market vil driftes av Oslo Børs ASA, og etableringen vil gjøres innenfor rammen av eksisterende konsesjon for drift av MHF gitt av Finanstilsynet 18. mars 2013. Vedlagt oversendes regelverk for Merkur Market vedtatt av Oslo Børs ASA 23. september 2015:

- (i) Opptaksreglene på Merkur Market (opptaksreglene)
- (ii) Løpende forpliktelser for utstedere tatt opp til handel på Merkur Market (løpende forpliktelser)
- (iii) Merkur Market Member and Trading Rules (MTR / handelsregler)

Oslo Børs har videre utarbeidet et mer detaljert notat, vedlagt dette sirkulære, som beskriver opptaksreglene og løpende forpliktelser nærmere.

Det vedtatte regelverket samsvarer i det vesentlige med det forslag som ble sendt på høring 15. juni 2015 (høringsbrevet<sup>2</sup>). Det er imidlertid gjort noen endringer, blant annet på bakgrunn av tilbakemeldinger i høringsrunden.

Oslo Børs mottok ti høringsvar, og ut fra tilbakemeldingene i høringsvarene er forslaget om å etablere Merkur Market positivt mottatt blant markedsaktørene. I hovedsak synes det foreslåtte regelverket å utgjøre en tilfredsstillende balanse mellom investorbekyttelse og administrative krav/byrder for utstedere. En fellesnevner i tilbakemeldingene er at aktørene er opptatte av tydelig differensiering mellom Merkur Market og Børsens regulerte markeder. Enkelte av høringsinstansene var bekymret for at regelverket kunne bli for byrdefyllt, særlig for mindre selskaper. Børsen har blant annet på denne bakgrunn foretatt enkelte justeringer for å hensynta dette. Videre er det lagt opp til at selskaper med en antatt markedsverdi på mindre enn NOK 50 millioner gis visse unntak fra opptaksreglene.

### 2 Markedsmodell, handel og handelsregler (MTR)

Som skissert i høringsbrevet vil instrumenter som skal handles på Merkur Market bli knyttet til et eget segment og handelen på Merkur Market vil foregå på samme måte som på Oslo Axess i Millennium Exchange ("Millennium").

Det er foretatt endringer i handelsreglene knyttet til bestemmelsene om sanksjonering av medlem og klageadgang for vedtak truffet av Oslo Børs ASA i forhold til dokumentet som ble sendt på høring. For øvrig er det foretatt en del ikke materielle justeringer. Børsen mottok ingen høringsuttalelser knyttet til handelsreglene.

Før lansering av Merkur Market vil en oppdatert markedsmodell for aksjemarkedet ("OSLMIT Oslo Børs Market Model Equities ") bli gjort tilgjengelig på <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Handel/Handelssystemer/Millennium-Exchange/Markedsmodell>.

---

<sup>1</sup> Merkur Market er en multilateral handelsfasilitet ("MHF") etter verdipapirhandelloven § 2-3 fjerde ledd

<sup>2</sup> Høring - etablering av Merkur Market som alternativ markedsplass for aksjer, egenkapitalbevis og andre finansielle instrumenter, tilgjengelig på <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Hoeringer>



For å handle direkte på Merkur Market, kreves medlemskap på markedsplassen. Ved opptak av medlemmer på Merkur Market som allerede er handelsmedlemmer på Oslo Børs / Oslo Axess, vil det som beskrevet i høringsbrevet være tilstrekkelig at medlemmet undertegner en "sign-on" avtale. Eventuelle nye medlemmer må innlevere søknad og følger ordinær opptaksprosess.

### 3 Avgifter Merkur Market

Introduksjonsavgift og årlig avgift for utstedere på Merkur Market vil være lavere enn for Oslo Børs og Oslo Axess. Følgende avgifter gjelder pr. januar 2016:

*Introduksjonsavgift ved ordinær opptaksprosess:*

- Minimum NOK 25.000 og maksimum NOK 500.000, avhengig av markedsverdi på selskapet ved opptakstidspunktet.

*Årlig avgift:*

- Minimum NOK 25.000 og maksimum NOK 600.000, avhengig av markedsverdi på selskapet ved årsskiftet eller opptakstidspunkt for nye selskaper.

Medlemmer på Oslo Børs / Oslo Axess vil ikke få noen ekstra fastavgift for medlemskap på Merkur Market. Handelsavgifter for Merkur Market følger den samme avgiftsstrukturen som er gjeldende for Oslo Børs og Oslo Axess. Omsetning på Merkur Market vil inngå i det totale volumet i den variable avgiftsmodellen. Meglerhus som kun ønsker medlemskap på Merkur Market, vil betale lavere årsavgift enn de som også er medlem på Oslo Børs og Oslo Axess.

En komplett oversikt over avgifter gjeldende for medlemmer og utstedere på Merkur Market vil bli offentliggjort på <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Priser-og-avgifter>.

### 4 Utstederregler

Opptaksreglene og løpende forpliktelser (utstederreglene) for Merkur Market er utarbeidet etter samme struktur som de regler som gjelder utstedere som søker eller er notert på regulerte markeder (opptaksregler og løpende forpliktelser for Oslo Børs/Oslo Axess). Utstederreglene for Merkur Market er likevel lempeligere og søknadsprosessen er forenklet. Med Merkur Market har Børsen videre forskuttet de kommende MiFID II<sup>3</sup> kravene rettet mot utstedere som har søkt og er tatt opp til handel på MHF generelt og SME Growth Market<sup>4</sup> spesielt. Dette for å minimere endringer i utstederreglene ved implementering av MiFID II i norsk rett og eventuelt muliggjøre en smidig omregistrering til SME Growth Market.

I vedlegg til dette sirkulære beskrives de enkelte bestemmelser som inngår i opptaksreglene og løpende forpliktelser for Merkur Market nærmere.

### 5 Engelsk oversettelse

Dette sirkulære er utarbeidet på norsk og engelsk. Handelsreglene (Merkur Market Member and Trading Rules) er kun utarbeidet på engelsk. Vedleggene til sirkulæret, herunder komplett regelverk, vil bli gjort tilgjengelig på engelsk så snart oversettelsesarbeidet er avsluttet; [http://www.oslobors.no/ob\\_eng/Oslo-Boers/Regulations/Circulars/\(year\)/2015](http://www.oslobors.no/ob_eng/Oslo-Boers/Regulations/Circulars/(year)/2015)

<sup>3</sup> Directive 2014/65/EU, frist for ikrafttredelse i EU 3. januar 2017

<sup>4</sup> Definisjon: "SME growth market means a MTF that is registered as an SME growth market in accordance with [MiFID II] Article 33"

## 6 Ikrafttredelse

Utstederreglene trer i kraft 1. desember 2015. Handelsreglene trer i kraft første handelsdag etter oppstart av Merkur Market. Dette er planlagt til primo januar 2016. Endelig dato vil bli offentligjort på [www.oslobors.no](http://www.oslobors.no) og via pressemelding.

## Vedlegg til Børssirkulære nr. 1/2015 – Kommentarer til reglene for Merkur Market

### Innholdsfortegnelse:

- 1 Oversikt
- 1.1 Generelt
- 1.2 Regelverksstruktur
- 1.3 Ikrafttredelse
- 2 Utstederregler
- 2.1 Generelt
- 2.2 Opptaksregler på Merkur Market
  - 2.2.1 Virkeområde - Instrumenter
  - 2.2.2 Egnethet for opptak til handel
  - 2.2.3 Likviditet - erklæring
  - 2.2.4 Regnskapsrapportering
  - 2.2.5 Krav til styre og ledelse
  - 2.2.6 Krav til spredning/aksjeeiere
  - 2.2.7 Aksjers frie omsettelighet
  - 2.2.8 Krav til minste kursverdi
  - 2.2.9 Tilleggskrav
  - 2.2.10 Opptaksdokument
- 2.3 Opptaksprosess
  - 2.3.1 Søknad og beslutning om opptak til handel
  - 2.3.2 Due diligence
  - 2.3.3 Innledende møte
- 2.4 Løpende forpliktelser for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market
  - 2.4.1 Likebehandling
  - 2.4.2 God forretningsskikk
  - 2.4.3 Opplysninger til Oslo Børs ASA
  - 2.4.4 Løpende informasjonsplikt
  - 2.4.5 Utvidet melding
  - 2.4.6 Årlig reserverapport
  - 2.4.7 Regnskapsrapportering
  - 2.4.8 Fremgangsmåte for offentliggjøring og språk
  - 2.4.9 Meldeplikt for handel i egne aksjer og for primærinnsidere
  - 2.4.10 Fortsatt handel ved fusjon, fisjon og andre vesentlige endringer
  - 2.4.11 Gjennomføring av handel – handelspause, suspensjon og særlig observasjon
  - 2.4.12 Søknad om strykning
  - 2.4.13 Løpende daglig mulkt og sanksjoner for foretak med aksjer tatt opp til handel
  - 2.4.14 Nærmere om Merkur Market klagemennd
- 2.5 Overflytting fra Merkur Market til regulert marked

## 1 Oversikt

### 1.1 Generelt

Dette dokumentet er vedlegg til børssirkulære nr. 1/2015. Nedenfor redegjøres det for følgende regelsett som vedtatt av Oslo Børs 23. september 2015:

- (i) Opptaksreglene på Merkur Market (opptaksreglene)
- (ii) Løpende forpliktelser for utstedere tatt opp til handel på Merkur Market (løpende forpliktelser)

Opptaksreglene og løpende forpliktelser ("utstederreglene") for Merkur Market er gitt i medhold av verdipapirhandelloven § 11-1 første ledd. Utstederreglene, sammen med Merkur Market Member and Trading Rules ("handelsreglene") ble sendt på høring 15. juni 2015. Det ble mottatt skriftlige høringsuttalelser med merknader fra ti høringsinstanser.

Høringsuttalelsene var, i det alt vesentlige, knyttet til utstederreglene og ingen høringsuttalelser adresserte handelsreglene direkte. Synspunkter fremkommet gjennom høringsuttalelsene er hensyntatt i det endelig fastsatte regelverket, sammen med andre justeringer Børsen har funnet formålstjenlig.

### 1.2 Regelverksstruktur

Det er en målsetting at selskaper tatt opp til handel på Merkur Market i det daglige skal kunne forholde seg til utstederreglene for Merkur Market for sine verdipapirrettslige forpliktelser, og at regelverket derfor skal inneholde gjentakelse av eller henvisning til de relevante lov og forskriftsbestemmelser. Aktuelle lov- og forskriftshjemler er herunder søkt synliggjort ved innarbeidelse i fotnoter. Videre er det inntatt kommentarer til de enkelte bestemmelser i løpende forpliktelser som veiledning for selskapene tatt opp til handel på Merkur Market. Også dette i tråd med tilsvarende struktur på regelverket som gjelder for selskaper notert på Oslo Børs eller Oslo Axess.

### 1.3 Ikrafttredelse

Utstederreglene trer i kraft 1. desember 2015. Handelsreglene trer i kraft første handelsdag etter oppstart av Merkur Market. Dette er planlagt til januar 2016. Endelig dato vil bli offentligjort på [www.oslobors.no](http://www.oslobors.no) og via pressemelding.

## 2 Utstederregler

### 2.1 Generelt

Merkur Market er en multilateral handelsfasilitet ("MHF") etter verdipapirhandelloven § 2-3 fjerde ledd. Merkur Market vil driftes av Oslo Børs ASA, og etableringen gjøres innenfor rammen av eksisterende konsesjon for drift av MHF gitt av Finanstilsynet 18. mars 2013. Den nye markedsplassen faller således ikke innunder rammen av regulert marked<sup>5</sup> og det legges opp til en klar differensiering fra Børsens regulerte markeder (Oslo Børs og Oslo Axess).

Utstederreglene for Merkur Market bygger på samme struktur som gjeldende regler for utstedere som søker eller er notert på Oslo Børs og Oslo Axess, men er lempeligere enn for regulert marked. I

---

<sup>5</sup> Verdipapirhandelloven § 2-3 tredje ledd, jf. børsløven § 3 første ledd



tillegg til å oppfylle de krav til som stilles til MHF etter verdipapirhandelloven kapitel 11, forskutterer Merkur Market de særskilte SME-kravene som antas å være gjeldende etter implementering av kommende EU-regler som nevnt i børssirkulære nr. 1/2015.

Videre er ytterligere bestemmelser utarbeidet på bakgrunn av forhold som antas å være av betydning for kvaliteten på markedsplassen, med særlig fokus på hensynet til korrekt prissetting av selskapene, samt markedsplassens egne behov for å motta tilstrekkelig informasjon til å vedlikeholde referansedata i handelssystem, mv.

## 2.2 Opptaksregler på Merkur Market

Nedenfor følger enkelte kommentarer til de fastsatte opptaksvilkår for Merkur Market.

### 2.2.1 Virkeområde - Instrumenter

Følgende finansielle instrumenter skal kunne tas opp til handel på den nye markedsplassen: Aksjer utstedt av allmennaksjeselskap og aksjeselskap eller tilsvarende utenlandsk selskap, egenkapitalbevis, depotbevis og retter til aksjer. Andre finansielle instrumenter kan tas opp til handel etter en konkret vurdering.

I opptaksreglenes pkt. 1.2 er det inntatt at selskaper med antatt markedsverdi under NOK 50 millioner på tidspunkt for opptak til handel gis unntak fra enkelte av opptaksreglenes bestemmelser. Denne bestemmelsen er inntatt blant annet på bakgrunn av mottatte innspill i høringsrunden.

Vurderingen av "antatt markedsverdi" på tidspunkt for opptak må naturlig nok gjøres før opptak faktisk finner sted, og det forutsettes at dette adresseres i søknad om opptak og/eller i forkant av en søknad. Der hvor et selskap med markedsverdi under NOK 50 millioner på søknadstidspunktet planlegger en emisjon eller annen transaksjon i forkant av opptak til handel, og som antas å kunne øke markedsverdien over den angitte terskelen, vil ikke unntaksbestemmelsene kunne anvendes. Andre reelle hensyn kan også tillegges vekt.

Der hvor unntak for slike selskaper gis er dette angitt i den enkelte relevante bestemmelse, og kommentert særskilt i det etterfølgende.

### 2.2.2 Egnethet for opptak til handel

Det forutsettes at selskapet kan gi tilstrekkelig informasjon til at markedsaktørene kan fastsette markedsriktige kurser. Ved avgjørelsen om opptak vil Oslo Børs ASA også legge vekt på selskapets økonomi og andre forhold av betydning for om aksjene er egnet for opptak til handel, herunder betydelige aksjeeieres skikkethet.

Opptaksreglenes pkt. 2.1.1 vil etter dette medføre noe grad av skjønn fra Børsens side. Praktisering av dette opptaksvilkåret må sees i sammenheng med at det ikke stilles særskilte krav til virksomhet eller historikk ut over ett avlagt revidert regnskap. Ved egnethetsvurdering av "betydelige aksjeeiere" vil det være naturlig å se hen til de premisser som gjelder for skikkethet av styremedlemmer og ledelse, uten at vurderingen av disse nødvendigvis vil være sammenfallende. Videre vil de prinsipper som er oppstilt i Børssirkulære nr. 5/2014 pkt. 2 jf. pkt. 3.2 kunne komme til anvendelse.

### 2.2.3 Likviditet - erklæring

Et selskap skal i søknad om opptak til handel avgi erklæring om hvorvidt det vil ha tilstrekkelig likvide midler til drift innenfor planlagt virksomhetsomfang i minst ett år fra planlagt tidspunkt for opptak til handel. Dersom selskapet ikke har tilstrekkelig likviditet skal det gis ytterligere opplysninger.

Det kreves ikke at selskapet kan sannsynliggjøre at det har tilstrekkelig likviditet for de første 12 månedene. Men dersom selskapet ikke har likviditet for 12 måneders drift, skal det gis tilleggsopplysninger om forholdet. Praktisering av dette opptakskravet vil baseres på ESMA's oppdatering av CESRs prospektanbefaling<sup>6</sup>.

#### 2.2.4 Regnskapsrapportering

Selskapet skal ha utarbeidet minst én års- eller delårsrapport. Års- eller delårsrapporten skal være underlagt ordinær revisjon. Godkjente regnskapsstandarder er IFRS, IFRS-ekvivalent, norsk GAAP for norske selskaper eller andre anerkjente regnskapsstandarder. GAAP for utenlandske selskaper kan godkjennes av Merkur Market etter en konkret vurdering.

Det presiseres likevel at krav til opptaksdokument, jf. opptaksreglenes pkt. 7 jf. sjekklister til "selskapsbeskrivelse" pkt. 20.6.2 i sjekklister, kan medføre at et selskap må utarbeide et halvårsregnskap dersom opptaksdokumentet er datert mer enn tolv måneder etter utløp av det siste reviderte regnskapsåret.

Siste revisjonsberetning skal normalt ikke inneholde forbehold eller alvorlige presiseringer.

#### 2.2.5 Krav til styre og ledelse

Opptakskravene for ledelsen i selskaper som søker opptak til handel på Merkur Market er utformet i samsvar med kravene for opptak til notering på Oslo Børs og Oslo Axess. Tilsvarende gjelder for krav til styre, med unntak av at det ikke stilles krav mht. uavhengighet og kravet om kompetanse for styremedlemmer er begrenset til å omfatte ett styremedlem ved opptak til Merkur Market. Det vises for øvrig til opptaksreglenes pkt. 3.2 fjerde ledd nr. 7-10 hvor det fremkommer hvilke opplysninger som antas å ha særlig relevans ved slike vurderinger.

#### 2.2.6 Krav til spredning/aksjeeiere

Det er fastsatt krav om minst 10 % spredning av aksjene, men ikke krav til minste antall aksjeeiere. Spredningskravet kan oppfylles ved aksjeeiere som hver for seg eier aksjer med en verdi på minst NOK 1.000.

Ovennevnte krav må anses som et minimumskrav og det forutsettes således at selskaper som er opptatt av god likviditet i annenhåndsmarkedet selv vurderer hvorvidt det er hensiktsmessig å søke å oppnå større spredning enn kravet tilsier.

#### 2.2.7 Aksjers frie omsettelighet

Aksjer tatt opp til handel på Merkur Market skal være fritt omsettelige. For allmennaksjeselskaper følger dette direkte av loven. For aksjeselskaper er ikke dette tilfellet, og aksjene må derfor gjøres fritt omsettelige. I opptaksreglene er det derfor inntatt en presisering om at "For norske aksjeselskaper gjelder generelt at det må vedtektsfestes at samtykkekrav og forkjøpsrett etter aksjeloven § 4-15 annet og tredje ledd ikke skal komme til anvendelse for selskapet."

---

<sup>6</sup> ESMA/2013/319 pkt. 107-126.

### 2.2.8 Krav til minste kursverdi

Det er fastsatt at kursverdien for aksjene på opptakstidspunktet skal være minimum NOK 1. Kravet er ment for å motvirke handel i aksjer av svært lav verdi ("penny stocks").

### 2.2.9 Tilleggskrav

Det vil som et utgangspunkt ikke kreves en særskilt reserverapport ved opptak til handel på Merkur Market<sup>7</sup>. Et selskap kan likevel, etter en konkret vurdering, pålegges av Børsen å utarbeide slik reserverapport<sup>8</sup>. Dette vil være særlig aktuelt i de tilfeller det fremkommer av opptaksdokument eller av søknad at et selskap viser til betydelige verdier i form av reserver/ressurser gjennom eierskap i olje-, gass- eller gruvedrift og som ikke er verifisert av uavhengig tredjepart. Selskaper som er notert eller tatt opp til handel på annen anerkjent markedsplass, og som har rapportert løpende i henhold til anerkjente rapporteringsstandarder, vil ikke bli pålagt å utarbeide uavhengig ekspertrapport som del av opptaksprosessen.

### 2.2.10 Opptaksdokument

Opptak til handel på Merkur Market vil etter dagens prospektdirektiv i seg selv ikke utløse plikt til å utarbeide prospekt. Selskapet må i stedet offentliggjøre et opptaksdokument med nærmere angitte innholdskrav<sup>9</sup>. Kravene er basert på vedlegg I og III til Kommisjonsforordning (EF) nr. 809/2004, som fastsetter innholdskravene for aksjeprospekter. Opptaksdokumentet skal kontrolleres av markedsplassen. Kontroll av dokumentet skal normalt kunne gjennomføres innen 15 handelsdager. Markedsplassens kontroll av dokumentet vil følge allerede etablerte rutiner for kontroll av informasjonsdokumenter for selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess.

Selskaper som i forbindelse med kapitalinnhenting i forkant av opptak til handel utarbeider et prospekt etter verdipapirhandelloven kapittel 7 kan, forutsatt Børsens samtykke, benytte dette som opptaksdokument.

Opptaksdokumentets forside skal inneholde en presisering i form av standardtekst som er lett synlig og som presiserer at Merkur Market ikke er et regulert marked, mv. Dersom selskapet skal benytte et prospekt som opptaksdokument skal tilsvarende ordlyd som utgangspunkt inntas på prospektets forside. Dersom et prospekt er godkjent før søknad om opptak til handel fremsendes, eller det av andre grunner ikke har vært mulig å innta presiseringen på prospektets forside, skal selskapet offentliggjøre en melding med slik presisering gjennom Børsens meldingssystem. Tilsvarende skal selskapet også offentliggjøre melding dersom vesentlige opplysninger, jf. kravene til opptaksdokument, ikke er inntatt i et prospekt. Dette kan f.eks. være relatert til avlagte regnskaper, opplysninger om kapitalinnhenting eller andre vesentlige forhold som har oppstått etter godkjenning av prospektet.

For selskaper med forventet markedsverdi under NOK 50 millioner gjelder ikke kravet om å utarbeide opptaksdokument i henhold til sjekklister som er vedlagt opptaksreglene. Etter dette kan slike selskaper utarbeide et mer begrenset opptaksdokument. Opptaksdokumentet må likevel gi tilstrekkelig informasjon til at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning, herunder bl.a. gi en klar og dekkende beskrivelse av selskapet og verdipapirene som søkes tatt opp til handel.

## 2.3 Opptaksprosess

---

<sup>7</sup> I opptaksreglenes pkt. 2.2.4 sendt på høring var det opprinnelig foreslått slikt krav

<sup>8</sup> Jf. opptaksreglenes pkt. 2.7 første ledd

<sup>9</sup> Jf. opptaksreglenes vedlegg A. Sjekklister er forenklet ift. høringsforslaget og det er foretatt enkelte regeltekniske endringer i pkt. 7

Opptaksprosessen bygger på eksisterende opptaksprosesser ved Børsens regulerte markeder, men er betydelig forenklet i forhold til disse<sup>10</sup>. Forenklingen er basert på at opptakskravene er mindre omfattende enn for notering på regulert marked, samt at det ønskes å tilby en smidig og rask prosess. Det skal være mulig å gjennomføre den formelle opptaksprosessen på 15 handelsdager fra søknad innleveres.

Etter avtale om en "fast track"-prosess kan opptaksprosessen gjennomføres på seks handelsdager forutsatt at selskapet er godt forberedt. Dette vil imidlertid kreve noe dialog med Børsen før formell søknad oversendes for å klarlegge at et selskap anses egnet for en slik prosess.

### 2.3.1 Søknad og beslutning om opptak til handel

Den formelle opptaksprosessen innledes ved at selskapet sender inn søknad som oppfyller de nærmere angitte innholdskrav, samt utkast til opptaksdokument eller utkast til prospekt dersom slikt dokument skal erstatte opptaksdokument.

I søknaden skal det også angis ønsket dato for beslutning om opptak av selskapet. Ønsket dato for slik behandling er ikke avhengig å følge forhåndsdefinerte datoer, men kan avtales mellom selskapet og Børsen i hver enkelt opptakssak. Opptak til handel på Merkur Market besluttes av noteringskomitéen ved Oslo Børs.

Selskapet skal benytte standard søknadskjema som vil være tilgjengelig på Børsens hjemmeside før utstederreglene formelt trer i kraft. Søknaden skal inneholde de opplysninger og vedlegg som fremgår av opptaksreglenes pkt. 3.2.

Det bemerkes at den angitte behandlingstiden på 15 handelsdager forutsetter at dokumentasjonen Oslo Børs mottar er komplett. Tilsvarende vil tidsfristen kunne avvikes dersom Børsen finner det nødvendig å innhente tilleggsinformasjon, ved behandling av dispensasjonssøknader eller ved andre særskilte forhold som avdekkes gjennom opptaksprosessen.

### 2.3.2 Due diligence

Omfang og innholdet ("scope") av due diligence undersøkelser er definert i opptaksreglene. Det gis som utgangspunkt unntak fra due diligence for selskaper med antatt markedsverdi under NOK 50 millioner, jf. dette notats pkt. 2.2.1 og opptaksreglenes pkt. 1.2 annet ledd.

Utgangspunktet er at det både skal gjennomføres begrenset finansiell og juridisk due diligence i forbindelse med opptaksprosessen for å avdekke om det foreligger forhold av betydning for vurderingen av om aksjene er egnet for opptak til handel.

Videre er det angitt at;

*"(2) Juridisk due diligence undersøkelse skal som et minimum omfatte følgende:*

- 1. At selskapet er gyldig stiftet og at det driver sin virksomhet i henhold til gjeldende lov og vedtekter*
- 2. At aksjene er gyldig utstedt, fullt innbetalt og fritt omsettelige*

---

<sup>10</sup> Det er ikke foretatt vesentlige endringer i opptaksprosessens innhold og frister, med unntak av bestemmelsene knyttet til due diligence, ift. den beskrivelse som ble sendt på høring.



3. *At aksjene er registrert i verdipapirregister*
4. *Vesentlige inngåtte avtaler og eierskap til vesentlige eiendeler som beskrevet i søknad og opptaksdokument*
5. *Tvister*
6. *Andre vesentlige forhold som kan ha betydning for vurderingen av selskapet som investeringsobjekt*

*(3) Finansiell due diligence undersøkelse skal som et minimum omfatte følgende:*

1. *Selskapets likviditetserklæring, jf. pkt. 2.2.1*
2. *Om selskapet har tilfredsstillende kompetanse, ressurser og rutiner til å oppfylle kravene til den løpende finansielle rapporteringen*

*(4) I tillegg skal due diligence rådgiverne gjøre en vurdering av om selskapet har tilstrekkelig kompetanse, ressurser og rutiner til å tilfredsstillende kravene til korrekt informasjonsgivning og håndtering."*

Kravet i opptaksreglens pkt. 3.3 fjerde ledd (siste avsnitt over) er ment å dekke "kompetanse, ressurser og rutiner" som er nødvendig for å sikre korrekt informasjonshåndtering og rapportering til markedet ut over det som kreves for "å oppfylle kravene til den løpende finansielle rapporteringen". Dette skillet er inntatt da det er naturlig at finansiell due diligence rådgiver vurderer kompetanse, ressurser og rutiner knyttet til finansiell rapportering, mens det er opp til utsteder i samarbeid med sine due diligence rådgivere å beslutte hvem som vurderer utsteders øvrige kompetanse, ressurser og rutiner. Det er således ikke krav om at begge parter ser på sistnevnte.

Definisjonen av due diligence undersøkelsenes omfang og innhold er ment å klargjøre og avgrense undersøkelsene. Det angitte scope er ikke ment å innskrenke due diligence undersøkelsene der hvor det er påkrevd ytterligere undersøkelser, jf. at "Selskapet må vurdere om det er behov for ytterligere undersøkelser herunder som berører tekniske, kommersielle, miljømessige, skattemessige og økonomiske forhold samt eventuelle andre forhold av betydning" (opptaksreglens pkt. 3.3 femte ledd). Videre kan Børsen kreve at det gjennomføres ytterligere undersøkelser, jf. opptaksreglens åttende ledd.

Som nevnt innledningsvis i dette punkt vil det som utgangspunkt ikke kreves due diligence for selskaper med forventet markedsverdi under NOK 50 millioner, men i stedet må selskapet signere en egenerklæring. Egenerklæringen vil være i form av et standard egenerklæringsskjema utarbeidet av Børsen hvor styreleder, daglig leder og finansdirektør svarer og signerer på at det ikke foreligger forhold av negativ betydning for at selskapets aksjer tas opp til handel på Merkur Market. Børsen kan likevel i spesielle saker kreve due diligence. Egenerklæringsskjemaet vil bli gjort tilgjengelig på Børsens hjemmeside før opptaksreglene trer i kraft.

Det forhold at et selskapet ikke har vært gjenstand for due diligence undersøkelser vil måtte synliggjøres i børsmelding ved opptak til handel.

Det er ikke gjort materielle endringer angående avholdelse av møte med due diligence rådgiverne, rådgivernes kompetanse og dispensasjonsadgang;

- Møte med due diligence rådgiverne skal avholdes senest ti handelsdager før ønsket dato for behandling av opptakskomiteén.
- Due diligence-rådgiverne skal ha tilstrekkelig kompetanse til å gjennomføre en due diligence i forhold til de vurderinger som skal gjøres for opptak på Merkur Market.
- Det kan gis unntak fra kravet om due diligence i "særlige tilfeller".

- Det åpnes for at rådgiverne for selskapet i opptaksprosessen kan forestå due diligence.

### 2.3.3 Innledende møte

Det skal avholdes et innledende møte senest elleve handelsdager før ønsket dato for behandling av noteringskomitéen. Det kan i særlige tilfeller gis unntak fra dette kravet.

## 2.4 Løpende forpliktelser for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market

Nedenfor følger enkelte kommentarer til de fastsatte løpende forpliktelser for Merkur Market.

### 2.4.1 Likebehandling

Det er inntatt en bestemmelse om likebehandling av aksjonærer med tilsvarende ordlyd som verdipapirhandelloven (vphl.) § 5-14<sup>11</sup> og løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper pkt. 2.1.

Ved praktisering av dette kravet skal det normalt kunne sees hen til de prinsipper som er oppstilt i Børssirkulære nr. 2/2014.

### 2.4.2 God forretningsskikk

Etter verdipapirhandelloven § 3-9, jf. § 3-1 første ledd andre punktum, gjelder det krav om god forretningsskikk og forbud mot urimelige forretningsmetoder. Børsen har likevel valgt å innta tilsvarende bestemmelsen i sine løpende forpliktelser for Merkur Market. Dette både for å synliggjøre regelen overfor utstedere og for å ha mulighet til selvstendig å følge opp eventuelle overtredelser.

I tillegg er markedsovervåking ved Oslo Børs forpliktet etter verdipapirhandelloven § 11-2, til å oversende opplysninger til Finanstilsynet ved mistanke om regelbrudd.

### 2.4.3 Opplysninger til Oslo Børs ASA

Bestemmelsen om å registrere primærinnsidere er ikke hjemlet i verdipapirhandelloven § 3-6 tredje ledd som for regulerte markeder, men Børsen har valgt å innta tilsvarende bestemmelse i sine løpende forpliktelser for Merkur Market da slike regler sannsynligvis vil bli gjort gjeldende også for MHF'er ved implementering av MiFID II. Dette i tråd med systematikken om å forskuttere forventede MiFID II krav jf. pkt. 2.1 over. Ved registrering av primærinnsidere er det ikke krav om å registrere personnummer på vedkommende. Det forventes for øvrig at bestemmelsen normalt vil kunne praktiseres tilsvarende som for selskaper notert på Oslo Børs.

### 2.4.4 Løpende informasjonsplikt

Det er innført krav om at selskapet tatt opp til handel på Merkur Market uoppfordret og umiddelbart skal offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår selskapet. Selskapene skal offentliggjøre meldinger via NewsPoint og således bli tilgjengelige for markedet på [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no).

Verdipapirhandellovens § 5-2, "Informasjonspliktens innhold" som bl.a. regulerer børsnoterte selskaper løpende informasjonsplikt, gjelder per i dag ikke utstedere tatt opp til handel på MHF.

---

<sup>11</sup> Vphl. § 5-14 er ikke gitt anvendelse overfor utstedere tatt opp til handel på MHF, og bestemmelsen reguleres således utelukkende av markedsplassen.

Denne bestemmelsen anses likevel som grunnleggende for at markedsplassen skal fungere etter sin hensikt, herunder bidra til investorbeskyttelse, korrekt prising av verdipapirene og forebygge markedsmisbruk. Bestemmelsen vil etter dette praktiseres i tråd med de samme prinsipper som er gjort gjeldende for Oslo Børs og Oslo Axess. Videre bemerkes at det antas at utstedere som er tatt opp til handel på MHF etter søknad uansett vil bli underlagt slik informasjonsplikt ifm. implementering av MiFID II i norsk rett.

Tilsvarende er det fastsatt at reglene om utsatt offentliggjøring også skal gjelde for utstedere på Merkur Market. Verdipapirhandellovens krav til at selskap notert på regulert marked skal føre innsideliste ved utsatt offentliggjøring<sup>12</sup> er ikke gjort gjeldende for utstedere tatt opp til handel på MHF. Det er likevel inntatt en slik bestemmelse i løpende forpliktelser for Merkur Market, men ordlyden er tilpasset forventede krav til listeføring for SME-Growth Market ifm. implementering av MiFID II i norsk rett. Av bestemmelsen følger at selskaper tatt opp til handel "skal på forespørsel være i stand til å inngi en liste til Oslo Børs ASA over personer som er gitt tilgang til innsideinformasjon". Det gjelder imidlertid ikke krav om at selskapet løpende må føre/oppdatere slik liste, selv om det synes praktisk for å oppfylle kravene om å være i stand til å "inngi" en liste etter de fastsatte formkrav.

Verdipapirhandellovens bestemmelser om forbud mot misbruk av innsideinformasjon, taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering, rådgjøringsforbud og forbud mot markedsmanipulasjon er gjeldende for finansielle instrumenter omsatt på norsk MHF<sup>13</sup>. Av disse bestemmelsene er taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering av særlig relevans for utstedere, og derav innarbeidet i løpende forpliktelser pkt. 3.1.3.

#### 2.4.5 Utvidet melding

Det er i løpende forpliktelser pkt. 3.4 fastsatt bestemmelse om utvidet melding ved transaksjoner som innebærer en endring på mer enn 25 % av selskapets inntekter, resultat eller sum eiendeler<sup>14</sup>. Frist for offentliggjøring er fem handelsdager.

Det vises for øvrig til kommentarene som er inntatt som veiledning til løpende forpliktelser pkt. 3.4.1 til 3.4.3.

#### 2.4.6 Årlig reserverapport

Det er ikke krav om årlig offentliggjøring av reserverapport for olje- og naturgasselskaper<sup>15</sup>.

Selskaper hvis vesentligste virksomhet er eller er planlagt å være leting etter og/eller produksjon av hydrokarboner, i likhet med gruveselskaper, som likevel velger å få utarbeidet slike rapporter anbefales å offentliggjøre disse. I den grad slike rapporter anses å utgjøre innsideinformasjon etter løpende forpliktelser pkt. 3.1.1. annet til fjerde ledd er utgangspunktet at disse skal offentliggjøres etter pkt. 5.1 jf. 3.1.1 første ledd.

#### 2.4.7 Regnskapsrapportering

Det skal offentliggjøres årsrapport så raskt som mulig og senest fem måneder etter regnskapsårets utgang. I tillegg er det fastsatt at det skal offentliggjøres halvårsrapport så raskt som mulig og senest

---

<sup>12</sup> Jf. Verdipapirhandelloven § 3-5

<sup>13</sup> Jf. Verdipapirhandelloven §§ 3-3, 3-4, 3-7 og 3-8 jf. § 3-1 fjerde ledd.

<sup>14</sup> Terskelen på 25 % representerer en endring ift. 20 % grensen som foreslått i regelverket sendt på høring.

<sup>15</sup> I høringsforslaget var slik regel inntatt.

tre måneder etter regnskapsperiodens utgang. Herunder er kravet om halvårsrapport bl.a. inntatt som ledd i å forskuttere de kommende MiFID II kravene rettet mot utstedere som har søkt og er tatt opp til handel på SME Growth Market.

Oslo Børs anbefaler at selskaper tatt opp til handel på Merkur Market avholder styremøte som skal vedta års- eller halvårsrapporter utenom markedsplassens åpningstid, slik at også rapportene kan offentliggjøres utenom markedsplassens åpningstid. Dette for å gi selskapets administrasjon tid til å foreta nødvendige endringer som eventuelt måtte komme etter styrets behandling.

Presentasjon av regnskapsrapporter kan først avholdes etter offentliggjøring av rapporten og Børsen anbefaler at slike presentasjoner offentliggjøres senest samtidig med at presentasjonen avholdes.

Selskapet skal senest innen årets utgang offentliggjøre de planlagte tidspunktene for offentliggjøring av årsrapport, halvårsrapport og eventuelle kvartalsrapporter i påfølgende år. Dersom tidspunktene endres skal selskapet offentliggjøre endringene straks disse er besluttet. Det fremkommer av kommentar til bestemmelsen at selskapene kan benytte funksjonaliteten "Finanskalender" i NewsPoint. Det betyr at det også vil være mulig å sende en separat melding uten å benytte nevnte funksjonalitet. Dette vil imidlertid innebære at de aktuelle tidspunkter ikke vil bli publisert på Børsens hjemmeside og tilrådes derfor ikke.

For øvrig vises det til omtale i tilknytning til opptaksreglene (pkt. 2.2.4 over), samt til kommentarene som er inntatt som veiledning til bestemmelsene i løpende forpliktelser pkt. 4.1 til 4.7.

#### 2.4.8 Fremgangsmåte for offentliggjøring og språk

Opplysninger som skal offentliggjøres etter løpende forpliktelser for Merkur Market skal offentliggjøres gjennom NewsPoint.

NewsPoint kan også benyttes til offentliggjøring av pressemeldinger og andre ikke-informasjonspliktige opplysninger, forutsatt at slik informasjon klart skilles fra informasjonspliktige opplysninger.

Vedlegg til meldinger, som f. eks. årsrapport og halvårsrapport, må legges ved som pdf. Det er således ikke tilstrekkelig å innta disse ved lenke til internettside hvor disse dokumentene er tilgjengelig. Dette for at alle informasjonspliktige opplysninger skal være tilgjengelig på [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no).

Dersom selskapet ønsker en bredere distribusjon enn offentliggjøring på [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no), tilbyr Oslo Børs etter avtale distribusjon via Oslo Børs nyhetsfeed<sup>16</sup>.

Selskapet skal kunne gi opplysninger på engelsk, norsk, svensk eller dansk. Selskapene må være konsekvente i sin bruk av språk. Eventuell endring av språk må meldes.

#### 2.4.9 Meldeplikt for handel i egne aksjer og for primærinnsidere

Det er fastsatt regler om meldeplikt ved handel i egne aksjer og for handel foretatt av primærinnsidere. Reglene er basert på verdipapirhandellovens regler som gjelder for Oslo Børs og Oslo Axess, samtidig som det er forsøkt hensyntatt kommende regulering som følge av ny EU-

---

<sup>16</sup> Målrettet distribusjon av informasjon til om lag 40 000 abonnenter fra det norske markedet via store informasjonsleverandører som Thomson Reuters, Bloomberg og SIX.

regulering, jf. omtale bl.a. i pkt. 2.4.3 over. Det er ikke foretatt materielle endringer i disse bestemmelsene (løpende forpliktelser pkt. 6.1 og 6.2) ift. bestemmelsene som ble sendt på høring.

Ved et selskaps handel i egne aksjer, samt ved av transaksjoner foretatt av primærinnsidere og deres nærstående, er fristen for offentliggjøring av melding satt til "innen åpning tredje handelsdag etter at transaksjonen har funnet sted". Merk også at det følger av bestemmelsene at selskaper tatt opp til handel på Merkur Market kan offentliggjøre slike meldinger etter de frister som gjelder på regulert marked eller annen anerkjent børs hvor selskapet eventuelt er notert.

Bakgrunnen for at offentliggjøring av primærinnsidermeldinger er pålagt selskapet er at markedsplassens regler ikke vil kunne omfatte forpliktelser for de aktuelle personene direkte før slike bestemmelser inntas i lov også for MHF. For at selskapene skal kunne oppfylle sin forpliktelse etter løpende forpliktelse pkt. 6.2 må det derfor etableres en ordning hvoretter selskapene pålegger de aktuelle personene å innrapportere slike handler til selskapet.

#### 2.4.10 Fortsatt handel ved fusjon, fisjon og andre vesentlige endringer

I pkt. 10.3 er terskelen for å sende en orientering til børsen ved "andre endringer i selskapet" fastsatt til 75 %<sup>17</sup>. Fristen for innsendelse av slik orientering er 15 handelsdager.

Det vises for øvrig til kommentarene som er inntatt som veiledning til de aktuelle punkter i løpende forpliktelser.

#### 2.4.11 Gjennomføring av handel – handelspause, suspensjon og særlig observasjon

Det er foretatt enkelte presiseringer og ikke-materielle endringer i løpende forpliktelser kap. 11 ift. tilsvarende bestemmelser sendt på høring.

#### 2.4.12 Søknad om strykning

Selskapene kan søke om strykning fra Merkur Market dersom selskapets generalforsamlingsbehandling har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer. Selskaper som er notert eller vedtatt tatt opp til notering på av Børsen anerkjent markedsplass vil likevel kunne strykes etter søknad fra selskapet uten krav om generalforsamlingsbehandling. Det legges videre opp at strykningssøknader generelt vil bli tatt til følge dersom kravene i regelverket for strykning er oppfylt. En strykningssøknad vil således lettere bli tatt til følge på Merkur Market enn på Oslo Børs.

#### 2.4.13 Løpende daglig mulkt og sanksjoner for foretak med aksjer tatt opp til handel

Et viktig mål for Merkur Market er å beskytte og opprettholde integriteten og tilliten i verdipapirmarkedet. Utstedere og medlemmer er underlagt Merkur Markets regler og gjeldende lover og forskrifter. I det tilfellet et medlem eller en utsteder er gjenstand for en disiplinær sak etter mislighold av markedets handelsregler eller løpende forpliktelser kan forholdet bli gjenstand for undersøkelse og sanksjon fra Oslo Børs.

Investorer er tilsvarende underlagt de adferdsregler som gjennom verdipapirhandloven med forskrift er gjort gjeldende for finansielle instrumenter som omsettes på MHF. De relevante bestemmelser forvaltes av Finanstilsynet, men Oslo Børs ASA overvåker transaksjoner med sikte på å avdekke brudd på relevante lover og regler, herunder reglene om markedsmissbruk i kapittel 3 i

---

<sup>17</sup> Sml. 50 % som foreslått i regelverket sendt på høring.

verdipapirhandelloven. Ved mistanke om overtredelse av de nevnte bestemmelser er Oslo Børs pålagt å rapportere forholdet til Finanstilsynet.

Det vedtatte regimet for sanksjoner mv. for Merkur Market avviker fra det som gjelder for Oslo Børs og Oslo Axess<sup>18</sup>. Herunder legges det opp til en klagenemnd for Merkur Market, som nærmere omtalt nedenfor og i pkt. 2.4.14.

#### Løpende daglig mulkt:

Børsen vil kunne ilegge løpende daglig mulkt dersom en utsteder ikke oppfyller sin opplysningsplikt etter løpende forpliktelser for Merkur Market. Maksimalt beløp per dag er satt til NOK 250.000. Børsen antar at dette virkemiddelet kun vil bli benyttet helt unntaksvis. Det er gitt adgangen til å klage til Merkur Market klagenemnd, jf. pkt. 2.4.14 under.

#### Sanksjoner for foretak med aksjer tatt opp til handel:

Ved brudd på reglene for Merkur Market kan Oslo Børs ASA påpeke forholdet ved å gi offentlig kritikk. Utsteder som ilegges offentlig kritikk skal ha skriftlig underretning om beslutningen og begrunnelsen. Det vil være administrasjonen ved Oslo Børs som fatter beslutning om offentlig kritikk. Beslutningen kan ikke påklages til Merkur Market klagenemnd.

Ved vesentlige brudd på reglene for Merkur Market, kan Oslo Børs ASA vedta å ilegge selskapet et overtredelsesgebyr. Gebyrets maksimale størrelse vil kunne utgjøre maksimalt NOK 1 million. Ved utmåling vektlegges selskapets markedsverdi og økonomiske stilling, samt bruddets alvor og karakter forøvrig. Før Børsen beslutter å ilegge overtredelsesgebyr skal selskapet gjøres kjent med at det vurderes å ilegge overtredelsesgebyr og de forhold vurderingene bygger på. Selskapet skal ha minst en uke å uttale seg på før beslutning fattes. Overskudd fra innbetalte gebyrer etter at markeds plassens saksomkostninger er fratrukket vil bli gitt til allmennyttige formål. Selskap som ilegges overtredelsesgebyr skal ha skriftlig underretning om beslutningen og begrunnelsen for beslutningen. Beslutningen og begrunnelsen for denne skal offentliggjøres, med mindre særlige grunner taler mot dette. Det skal opplyses om adgangen til å klage til Merkur Market klagenemnd, klagefrist og den nærmere fremgangsmåte ved klage.

Utstedernes klageadgang til Merkur Market klagenemnd gjelder beslutninger om overtredelsesgebyr for brudd på løpende forpliktelser og avgjørelser om løpende mulkt for brudd på opplysningsplikten. Andre beslutninger fra Børsen som opptak, strykning og suspensjon er endelige ved Børsens beslutning.

#### 2.4.14 Nærmere om Merkur Market klagenemnd

Børsklagenemnden kan kun behandle saker tilknyttet Børsens regulerte markeder og således ikke Merkur Market. Det vil derfor bli opprettet en uavhengig klagenemnd hvor Børsens beslutninger om løpende daglig mulkt og overtredelsesgebyr kan påklages. Klagenemnden kan prøve alle sider av saken. Nemndens kompetanse er likevel begrenset til å opprettholde beslutningen, eller avgjøre forholdet til gunst for den klagende part. Klagenemndens avgjørelser er rådgivende for Oslo Børs ASA. Videre er klagenemndens beslutning i utgangspunktet offentlig med mindre informasjonen anses som forretningshemmeligheter eller er taushetsbelagt.

Mandat og prosedyrer for klagenemnden vil bli offentliggjort på Børsens hjemmeside.

#### 2.5 Overflytting fra Merkur Market til regulert marked

---

<sup>18</sup> Det er også gjort endringer ift. de regler som ble sendt på høring.



Børsen ser for seg at selskaper som er tatt opp til handel på Merkur Market vil kunne være gjenstand for en forenklet opptaksprosess ved en påfølgende søknad om notering på Oslo Axess eller Oslo Børs. Når selskapene kvalifiserer for notering på Oslo Axess eller Oslo Børs vil opptaksprosessen blant annet kunne forkortes ved at krav om innledende redegjørelse og innledende møte utgår. Videre kan det være mulighet for unntak fra krav om due diligence. Endelige bestemmelser om slik overføring vil bli fastsatt på et senere tidspunkt.

## 1.2 Børssirkulære 2/2015: Endringer i priser for førstehåndsmarkedet på Oslo Børs, Oslo Axess og Nordic ABM

Det vil fra 1. januar 2016 bli foretatt følgende justeringer i avgiftene for obligasjoner og sertifikater notert på Oslo Børs og Nordic ABM, samt for aksjer, egenkapitalbevis og tegningsretter notert på Oslo Børs og Oslo Axess.

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

#### Kursnoteringsavgift

Oslo Børs har besluttet å justere den årlige kursnoteringsavgiften, inkludert minimumsavgift og maksimumsavgift pr ISIN, samt maksimumsavgift pr låntager pr år.

Som følge av dette vil nye avgifter være:

Type avgift		Notert kapital	Min. avgift (kr)	Maks. avgift (kr)
Kursnoteringsavgift	Avgift for første lån <sup>a)</sup>	Kr 60,20 pr mill kr i restgjeld (pr ISIN)	6 360	47 670
	Avgift for etterfølgende lån	Kr 40,60 pr mill kr i restgjeld (pr ISIN)	4 770	35 770
	Avgift dersom låntager har noterte aksjer/egenkapitalbevis <sup>b)</sup>	Kr 40,60 pr mill kr i restgjeld (pr ISIN)	4 770	35 770
	Maks. avgift pr låntager pr år			463 000

a) Det lånet som til enhver tid vil være det første lånet tatt opp til notering på Oslo Børs eller Nordic ABM.

b) For låntager som har aksjer eller egenkapitalbevis notert er kursnoteringsavgiften kr 40,60 pr mill kr i restgjeld for alle obligasjonslån.

#### Registreringsavgift - obligasjoner

Oslo Børs har besluttet å justere registreringsavgiften for obligasjoner som noteres på Oslo Børs og Nordic ABM.

Registreringsavgiften er en engangsgift som påløper ved opptak til notering av obligasjonslån.

Som følge av dette vil nye avgifter være:

Type avgift	Type lån	Avgift (kr)
Registreringsavgift for obligasjoner	Lån med særskilt standardiserte vilkår <sup>a)</sup>	3 300
	Andre lån <sup>b)</sup>	5 500
	Lån med pant <u>eller</u> garantist	11 000
	Lån med pant <u>og</u> garantist	16 500

- a) Ordinære senior bankobligasjoner, ordinære obligasjoner med fortrinnsrett, og andre særskilt standardiserte obligasjoner etter Børsens vurdering.
- b) Obligasjoner av annen type enn som angitt i punkt a).

#### Registreringsavgift – sertifikater

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

Som følge av dette vil nye avgifter være:

Type avgift	Notert kapital	Avgift (kr)	Maks. avgift (kr)
Registreringsavgift for sertifikater	Pr. mnd. (maks. pr. lån)	600	6000

#### Kontrollavgift og øvrige avgifter

Oslo Børs har besluttet å justere kontrollavgiften for lånedokumentasjon. I tillegg innføres det en egen avgift for restrukturering av obligasjonslån, herunder endring av lånevilkår. Øvrige avgifter justeres som nevnt nedenfor.

Som følge av dette vil nye avgifter være:

Type avgift	Verdipapir		Avgift (kr)
Kontrollavgift (avgift pr dokument)	Lånebeskrivelse for lån med særskilt standardiserte vilkår <sup>a)</sup>		13 380
	Lånebeskrivelse <sup>b)</sup>		15 430
	Låntagerbeskrivelse <sup>c)</sup>		46 300
	Virksomhetsbeskrivelse <sup>d)</sup>		20 550
Øvrige avgifter	Endring av selskapsnavn	Pr låntager	5 320
	Endring av ticker-kode	Pr ISIN	5 320
		Maks avgift pr låntager <sup>e)</sup>	15 950
	Søknader om dispensasjon fra børsens løpende forpliktelser		10 600
	Flytting av lån mellom Nordic ABM og Oslo Børs		10 600
	Restrukturering av lån <sup>e)</sup>		10 600
	Regelverk kurs <sup>f)</sup>		Etter avtale

- a) Ordinære senior bankobligasjoner, ordinære obligasjoner med fortrinnsrett, og andre særskilt standardiserte obligasjoner etter Oslo Børs' vurdering.
- b) Obligasjoner av annen type enn som angitt i punkt a)
- c) Utarbeidet iht. ABM-reglene punkt 2.7.2.3

- d) Utarbeidet iht. ABM-reglene punkt 2.7.2.2. (1) nr 2
- e) Hvis låntager har andre instrumenter notert på Oslo Børs' markedsplasser, vil det påløpe en maks. avgift på kr 21 300.
- f) Børsen tilbyr bedriftstilpassede regelverkskurs på forespørsel.
- g) Omfatter endringer i lånevilkår og låneavtaler, normalt i forbindelse med restruktureringer. Ordinære rentereguleringer, utvidelser, og utøvelse av call- og putklausuler er unntatt.

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

#### *Introduksjonsavgift for aksjer og egenkapitalbevis*

Oslo Børs har besluttet å endre introduksjonsavgiften ved notering av aksjer og egenkapitalbevis som følger:

<b>Introduksjonsavgift</b>	<b>Verdipapir</b>	<b>Notert kapital</b>	<b>Fast avgift (kr)</b>	<b>Maks. avgift (kr)</b>
Oslo Børs (ordinær prosess)	Aksjer/ egenkapitalbevis	Kr 545 pr mill kr i markedsverdi	510 900	1 056 000
Oslo Axess (ordinær prosess)	Aksjer	Kr 545 pr mill kr i markedsverdi	454 900	999 000

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

Fakturering av introduksjonsavgift etter innsendelse av redegjørelse endres til kr 165 300 for ordinær prosess og kr 330 700 ved fleksibel prosess. Tilsvarende beløp faktureres ved søknad om børsnotering/oppdatert redegjørelse, uavhengig om børsnoteringsprosessen fullføres eller ikke. Disse beløpene går til fradrag i introduksjonsavgiften ved en eventuell notering.

Ekstra introduksjonsavgift for selskaper som pålegges å sende revidert søknad (revidert oppdatert redegjørelse i fleksible noteringsprosesser) endres til inntil kr 205 800.

For fast track-noteringsprosesser endres introduksjonsavgiften til kr 2 880 000.

Ekstra introduksjonsavgift som påløper ved notering av aksjer knyttet til "tildelingsretter før utstedelse" iht. pkt. 2.5.2 i opptaksreglene (såkalte "if issued", "if delivered" og tilsvarende), endres til kr 330 700, hvorav halvparten faktureres ved innledende møte, og halvparten ved notering.

Avgift for behandling av søknad om fristutsettelse for første noteringsdag endres til kr 28 400.

Avgift som påløper ved fusjon, fisjon og andre vesentlige endringer i henhold til løpende forpliktelser pkt. 12.1 (3), jfr. pkt. 12.2 og pkt. 12.3, der Oslo Børs pålegger selskapet å sende inn et dokument som innholdsmessig tilfredsstillende kravene til søknad om notering (jfr. pkt. 3.4 i børsens opptaksregler), endres til kr 242 900.

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

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

For 2016 fastsettes årlig kursnoteringsavgift til kr 74,1 pr million kr i markedsverdi for selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess. Minimums- og maksimumsavgiften settes til hhv. kr 164 600 og kr 1 214 000.

Overføringsavgiften for Oslo Axess selskaper som søker notering på Oslo Børs endres til kr 242 900, hvorav halvparten påløper ved søknad og resten ved notering.

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

- Kr 15 900 for ordinære redegjørelser.
- Kr 58 400 for redegjørelser som omfatter domisilskifte.
- Kr 117 000 for redegjørelser som omfatter vesentlige restruktureringer som scheme of arrangements og tilsvarende.

For tegningsretter endres kursnoteringsavgiften til kr 27 700.

Avgift ved endring av selskapsnavn og/eller ticker justeres til kr 15 900. For utsteder som har flere instrumenter notert på Oslo Børs' markeds plasser endres maksimal avgift til kr 21 300.

Kontrollavgift i forbindelse med søknad om dispensasjon fra børsens løpende forpliktelser, som dispensasjon fra krav om utvidet melding og/eller informasjonsdokument, endres til kr 10 600. Samme avgift vil påløpe i forbindelse med søknader om forlenget frist for offentliggjøring av utvidet melding og/eller informasjonsdokument.

Avgift for kontroll av informasjonsdokument endres til kr 63 800. For kontroll av tilbud og tilbudsdokumenter endres kontrollavgiften til kr 192 900 pr tilbud, pluss kr 66,2 pr mill kr i markedsverdi (for de aksjene som omfattes av tilbudet), tilsammen maksimalt kr 330 700. Behandling av søknad om reduksjon av garanti endres til kr 22 100 for hver søknad.

For kontroll av tilbud og tilbudsdokumenter som er gjenstand for delt lovvalg (jf. vphl og takeover-direktivet), tilfeller der tilbudet/tilbudsdokumentet skal kontrolleres av tilbudsmyndighet i annet land og/eller tilbud med oppgjør i annet enn pengevederlag, endres ekstraavgiften til kr 55 100 for børsens kontroll. Samme ekstraavgift påløper ved tvungen overføring kombinert med pliktig tilbud. Endring av tilbud skal godkjennes av Oslo Børs som tilbudsmyndighet. Kontrollavgift for endring av tilbud, som påløper pr endring, endres til kr 22 100.

Etter justeringene vil nye avgifter være som følger:

Type avgift	Verdipapir	Notert kapital	Min. avgift (kr)	Maks. avgift (kr)
Kursnoteringsavgift (årlig avgift)	Aksjer/egenkapitalbevis	Kr 74,1 pr mill kr i markedsverdi	164 600	1 214 000
	Tegningsretter	-	27 700	27 700

Kontrollavgift (avgift pr dokument)	Informasjonsdokument	-	63 800	63 800
	Redegjørelse for fortsatt notering	-	15 900	117 000
	Tilbud og tilbuds-dokumenter	Kr 66,2 pr mill kr i markedsverdi	192 900	330 700
	Ekstraavgift ved tilbud med delt lovvalg mm	-	55 100	55 100
	Ekstraavgift ved endring av tilbud	-	22 100	22 100
Øvrige avgifter	Endring av selskapsnavn og/eller ticker		15 900	21 300
	Søknader om dispensasjon fra børsens løpende forpliktelser	-	10 600	10 600

### *Registreringsavgift for aksjer og tegningsretter*

For gjennomførte aksjeemisjoner med emisjonsproveny på inntil kr 27 mill blir registreringsavgiften som følger:

Emisjonsproveny	Avgift
Opptil kr 1 mill	kr 1 080
Fra kr 1 mill – kr 5 mill	kr 5 400
Fra kr 5 mill – kr 10 mill	kr 12 950
Fra kr 10 mill – kr 27 mill	kr 27 000

For øvrige emisjoner etter notering holdes avgiftssatsen på 1 promille (0,1 %) av provenyet uendret. Maksimal registreringsavgift justeres til kr 600 000.

For tegningsretter økes registreringsavgiften til kr 14 900.

### 3 Avgifter børshandlede fond (ETF'er)

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



### **1.3 Børssirkulære 3/2015: Endringer i utstederreglene for Oslo Børs og Oslo Axess**

Vedlagt dette sirkulæret følger ny versjon av følgende regelsett vedtatt av Oslo Børs 9. desember 2015:

- (i) Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper (løpende forpliktelser)
- (ii) Opptaksregler for Oslo Børs
- (iii) Opptaksregler for Oslo Axess

De vedtatte reglene samsvarer på de vesentlige punkter med de forslag som ble sendt på høring 23. september 2015, likevel slik at det er gjort enkelte mindre endringer og presiseringer på bakgrunn av tilbakemeldinger i høringsrunden. Børsen har mottatt høringssvar fra Det kongelige justis- og beredskapsdepartement, DNB Bank ASA, Folketrygdfondet, Statoil og Wiersholm.

I det følgende gis en beskrivelse av endringene. I første punkt gis en kort oversikt over endringene. I andre og tredje punkt beskrives endringene i henholdsvis løpende forpliktelser knyttet til gjennomføring av selskaps handlinger og øvrige endringer i løpende forpliktelser. Endringer i opptaksreglene er nærmere beskrevet i fjerde punkt.

De reviderte reglene trer i kraft 15. januar 2016.

#### Innhold

- 1 Oversikt over endringer i utstederreglene
  - 1.1 Oppsummering av endringer i løpende forpliktelser
  - 1.2 Oppsummering av endringer i opptaksreglene
- 2 Nærmere om endringer i løpende forpliktelser knyttet til gjennomføring av selskaps handlinger
  - 2.1 Innledning
  - 2.2 Beskrivelse av regelendringer
    - 2.2.1 Endringer i løpende forpliktelser pkt. 3.2 vedrørende krav om offentliggjøring av separat melding ved kontantutbytte, fortrinnsrettsemisjoner, splitt eller spleis av aksjer, og reparasjonsemisjoner
    - 2.2.2 Endringer i løpende forpliktelser kap. 11 vedrørende offentliggjøringsfrister ved separat melding /krav om forhåndsvarsling av børsen og andre justeringer
- 3 Nærmere om øvrige endringer i løpende forpliktelser
  - 3.1 Opptakskrav knyttet til styrets skikkethet gjøres til løpende forpliktelse
  - 3.2 Offentliggjøring av dokumenter som skal behandles på generalforsamlingen
  - 3.3 Offentliggjøring av finansiell kalender
  - 3.4 Endring i terskel for utarbeidelse av informasjonsdokument for Axess selskaper
  - 3.5 Kommentarer i regelverket ved særregler for utenlandske selskaper og norske sekundær noterte selskaper
- 4 Nærmere om endringer i opptaksreglene
  - 4.1 Utvidelse av opptaksreglenes anvendelse
  - 4.2 Opptak til børsnotering av aksjer notert på Oslo Axess
  - 4.3 Aksjer i samme aksjeklasse og notering av ny aksjeklasse
  - 4.4 Domisilskifte og lignende reorganiseringer i notert virksomhet
  - 4.5 Omsetningsperiode for noterte tegningsretter

## 1 Oversikt over endringer i ustederreglene

Nedenfor følger en oppsummering av de viktigste endringer i løpende forpliktelser og opptaksreglene.

### 1.1 Oppsummering av endringer i løpende forpliktelser

- Det innføres et tydeligere regelverk knyttet til nødvendig informasjonsgivning til markedsplassen og markedet som helhet i forbindelse med utstedernes håndtering av selskapshandlinger (corporate actions). Det innføres krav om offentliggjøring av separat melding ved kontantutbytte, fortrinnsrettsemisjoner, splitt eller spleis av aksjer, samt ved reparasjonsemisjon i tilknytning til rettet emisjon. Videre innføres det krav om forhåndsvarsling av børsen ved øvrige selskapshandlinger som gir aksjonærene rettigheter av økonomisk verdi. Som følge av nye regler vedrørende selskapshandlinger er pkt. 3.2, 11.2 og 11.3 i løpende forpliktelser revidert.
- Opptaksreglenes krav til styrets skikkethet gjøres formelt til et løpende krav i løpende forpliktelser pkt. 2.3. For ledelsen i noterte selskaper er det i dag et tilsvarende gjeldende krav i løpende forpliktelser.
- Løpende forpliktelser pkt. 10.3 andre ledd endres for å klargjøre hvilke dokumenter som anses som vedlegg til innkalling til generalforsamling og dermed skal offentliggjøres.
- I pkt. 4.5 innføres det krav om at selskapene skal bruke funksjonaliteten i Oslo Børs Newspoint ved offentliggjøring av finansiell kalender og at også planlagt tidspunkt for avholdelse av selskapets ordinære generalforsamling innen årets utgang skal offentliggjøres ved bruk av funksjonaliteten NewsPoint.
- Terskel for utarbeidelse av informasjonsdokument for Axess selskaper i løpende forpliktelser pkt. 3.5.1 første ledd endres ved avhendelser og fisjon. Etter gjeldende krav utløses krav om informasjonsdokument dersom en transaksjon innebærer endring på mer enn 100 prosent i en av tre angitte størrelses indikatorer som er eiendeler, driftsinntekter eller årsresultat. Ved avhendelser og fisjon endres terskelen til mer enn 50 prosent.
- For utenlandske selskaper og norske sekundærnoterte selskaper gjelder løpende forpliktelser med de unntak og presiseringer som følger av løpende forpliktelser pkt. 13. For å gjøre regelverket mer oversiktlig for disse selskapene er det inntatt kommentarer til hver enkelt bestemmelse i løpende forpliktelser hvor det eksisterer egne regler i pkt. 13. Det er i tillegg inntatt enkelte presiseringer i kapittel 13 for å gjøre regelverket klarere.

### 1.2 Oppsummering av endringer i opptaksreglene

- Opptaksreglenes anvendelsesområde i pkt. 1 fjerde ledd er utvidet til å kunne omfatte notering av andre finansielle instrumenter med tilsvarende egenskaper som aksjer.
- Det inntas i opptaksreglene pkt. 2.7 tredje ledd at børsen ved opptak til børsnotering av aksjer notert på Oslo Axess kan gjøre unntak fra enkelte opptakskrav i opptaksreglene kapittel 2.
- Regler for notering av flere aksjeklasser utskilles fra løpende forpliktelser pkt. 2.4.2 andre ledd til en egen bestemmelse i pkt. 2.8. Børsen anser at det i mange tilfeller vil kunne gis unntak fra enkelte opptakskrav der selskapet allerede har noterte aksjer.

- -Det inntas et nytt pkt. 2.9 i opptaksreglene om at børsen i særlige tilfeller kan gi unntak fra enkelte opptaksvilkår ved opptak av nytt selskap til notering som gjøres i forbindelse med domisilskifte eller lignende reorganiseringer av notert virksomhet.

## 2 Nærmere om endringer i løpende forpliktelser knyttet til gjennomføring av selskapshandlinger

### 2.1 Innledning

Oslo Børs innfører nye regler i forbindelse med utstedernes håndtering av selskapshandlinger («corporate actions»).

Bakgrunnen for endringene er at børsen ser et behov for tydeligere regler knyttet til nødvendig informasjonsgivning til både markedsplassen og markedet som helhet i forbindelse med selskapenes håndtering av selskapshandlinger. Tilgang til tilstrekkelig og rettidig informasjon om selskapshandlinger er av stor betydning for å sikre riktig datagrunnlag for børsens indekser og systemer, samt korrekt prising av selskapenes aksjer. Utilstrekkelig informasjon om slike hendelser kan dessuten skape praktiske utfordringer for børsens derivathandel.

For eksempel er det ved utbetaling av utbytte viktig at nøkkelinformasjon som «ex-dato»<sup>19</sup>, eierregisterdato/«record date»<sup>20</sup> og utbetalingsdato<sup>21</sup> fremkommer tydelig, og er lett tilgjengelig for markedsplassen og markedsaktørene. Etter at det i juli 2013, i henhold til allmennaksjeloven, ble adgang for styret til å vedta tilleggsutbytte etter fullmakt fra generalforsamlingen, har børsen erfart at informasjon om ex-dato og annen viktig nøkkelinformasjon i enkelte tilfeller er blitt inntatt i kvartalsrapporter, på selskapenes hjemmesider etc. uten at informasjonen samtidig er blitt offentliggjort ved separat melding. Børsen har videre erfart at informasjon om ex-dato mv. har blitt offentliggjort på et uheldig sent tidspunkt.

For å sikre tilfredsstillende og rettidig informasjonsgivning ved forslag eller beslutning om utbetaling av kontantutbytte, samt ved gjennomføring av andre selskapshandlinger som splitt, spleis og fortrinnsrettsemisjoner, standardiseres fremgangsmåten for offentliggjøring av de nøkkeldatoer som er beskrevet over. Det innføres krav om en separat tilleggs melding etter mal som utarbeides av børsen, og med offentliggjøringsfrist som nærmere beskrevet i pkt. 2.2.1 og 2.2.2.1 nedenfor.

Det vil også bli utarbeidet en mal for separat melding om nøkkeldatoer for reparasjonsemisjon som planlegges gjennomført i tilknytning til en rettet emisjon, men med andre frister for offentliggjøring enn for de ovennevnte selskapshandlinger, jf. pkt. 2.2.1 og 2.2.2.2 nedenfor.

Bakgrunnen for at børsen har valgt å utarbeide en standardisert fremgangsmåte for kontantutbytte, fortrinnsrettsemisjoner, splitt, spleis, og reparasjonsemisjoner særskilt, er at dette er selskapshandlinger som forekommer relativt hyppig, samt at det for disse selskapshandlingene er praktisk håndterbart å utarbeide standardiserte maler. Børsen vil kunne utvide kravet om separat melding til også å gjelde andre selskapshandlinger på et senere tidspunkt.

Også i forbindelse med andre selskapshandlinger som innebærer at aksjonærene gis rettigheter av økonomisk verdi mottar børsen jevnlig forespørsler om informasjons- og dokumentasjonskrav fra ulike markedsaktører. Det gjøres derfor en innskjerpelse, samt tydeliggjøring av gjeldende regler knyttet til forutgående orientering av børsen i slike situasjoner.

<sup>19</sup> Datoen aksjene går eksklusiv retten til å motta utbytte.

<sup>20</sup> Utbyttet tilfaller aksjonærene som er registrert i aksjeeierregisteret på «record date». «Record date» vil etter normal oppgjørssyklus T+2, være datoen som inntreffer T+1 etter ex-dato.

<sup>21</sup> Datoen for utbetaling av utbytte. Finner sted etter ex-dato og «record date».

Med innføringen av et tydeligere regelverk rundt selskapshandlinger, ønsker børsen videre å bidra til en generelt bedre felles forståelse av begrepene ex-dato og eierregisterdato («record date»). Dette er i tråd med pågående arbeid innen EU med sikte på økt harmonisering rundt både begrepsbruk og praksis ved gjennomføring av selskapshandlinger for noterte selskaper.

## 2.2 Beskrivelse av regelendringer

Regelverket i forbindelse med gjennomføring av corporate actions følger av punkt 3.2 og kap. 11 i løpende forpliktelser. Vedtatte endringer følger nedenfor.

### 2.2.1 *Endringer i løpende forpliktelser pkt. 3.2 vedrørende krav om offentliggjøring av separat melding ved kontantutbytte, fortrinnsrettsemisjoner, splitt eller spleis av aksjer, og reparasjonsemisjoner*

Offentliggjøringskravet i løpende forpliktelser pkt. 3.2 første ledd nr. 3 utvides til også å omfatte forslag og beslutning om splitt og spleis. Videre endres pkt. 3.2 tredje ledd til det ved forslag eller beslutning om kontantutbytte, fortrinnsrettsemisjoner, reparasjonsemisjoner, splitt eller spleis av aksjer i tillegg til melding i henhold til pkt. 3.2 første og annet ledd, også skal offentliggjøres en separat melding med informasjon om relevante nøkkeldatoer. Hvilke opplysninger en slik separat melding skal inneholde vil følge av maler utarbeidet av børsen, som vil være tilgjengelig på børsens hjemmeside sammen med en guide med praktiske opplysninger om fremgangsmåte.

Med endringene som nevnt ovenfor vil revidert pkt. 3.2 første ledd nr. 3 lyde som følger:

#### 3.2 *Særskilte selskapsbeslutninger mv.*

##### *(1) Selskapet skal straks offentliggjøre: (...)*

##### *3. Forslag og beslutning i styret, generalforsamling eller annet selskapsorgan om*

- a) utbytte;*
- b) fusjon;*
- c) fisjon;*
- d) forhøyelse eller nedsettelse av aksjekapitalen;*
- e) fullmakt til kapitalforhøyelse; og*
- f) Splitt eller spleis av aksjer.*

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

Videre vil revidert pkt. 3.2 annet og tredje ledd lyde som følger:

*(2) Meldinger om forslag eller beslutninger som nevnt, skal inneholde nødvendig informasjon som gjør det mulig å beregne virkningen av den aktuelle hendelsen (utbyttets størrelse, antall utbytteaksjer/tegningsretter pr utestående aksje, ol.), herunder på hvilket tidspunkt aksjen skal handles eksklusiv rettighetene. For rettet emisjon med påfølgende offentlig reparasjonsemisjon skal det opplyses om noen aksjer kan gi rett til å delta i begge emisjoner.*

*(3) Ved kontantutbytte, fortrinnsrettsemisjon, splitt eller spleis, samt reparasjonsemisjon i forbindelse med en rettet emisjon, skal det i tillegg til melding som beskrevet i annet ledd, offentliggjøres en separat melding som opplyser om relevante nøkkeldatoer (ex-dato, eierregisterdato/«record date» og evt. utbetalingsdato mv.), umiddelbart etter at disse datoene er fastsatt av selskapet eller tentative datoer er kommunisert eksternt, og senest innen de frister som følger av pkt. 11.2. Oppdatert melding skal offentliggjøres ved endringer*

*av disse datoene frem til siste frist for offentliggjøring. Børsen fastsetter nærmere retningslinjer for innhold og fremgangsmåte for offentliggjøring av separat melding som beskrevet.*

## 2.2.2 Endringer i løpende forpliktelser kap. 11 vedrørende offentliggjøringsfrister ved separat melding /krav om forhåndsvarsling av børsen og andre justeringer

### 2.2.2.1 Offentliggjøringsfrister ved separat melding /krav om forhåndsvarsling av børsen ved selskapshandlinger som gir aksjonærene rettigheter av økonomisk verdi

Separat melding om nøkkeldatoer for utbetaling av kontantutbytte, fortrinnsrettsemisjoner, splitt og spleis, skal offentliggjøres umiddelbart etter at disse datoene er fastsatt av selskapet eller tentative datoer er kommunisert til markedet, og senest to børsdager før ex-dato, jf. endringer i løpende forpliktelser pkt. 11.2 første ledd som fremgår nedenfor. Dette innebærer at forslag eller beslutning om selskapshandlinger som nevnt må utformes slik at aksjen tidligst går eksklusiv den aktuelle rettighet to børsdager etter at separat melding er offentliggjort. Børsen anser at en frist på to børsdager er hensiktsmessig ut fra formålet om å gi markedsaktørene en viss tid til å innrette seg etter informasjonen.

For øvrige selskapshandlinger der det gis rettigheter av økonomisk verdi (andre former for utdelinger enn kontantutbytte, fusjoner der det overdragende selskapet er notert, fisjoner, kapitalnedsettelse med utdeling mv.), samt andre transaksjoner som kan medføre usikkerhet knyttet til prising eller hvilke aksjer som handles, skal børsen informeres under hånden i forkant av selskapshandlingen.

Fristen for å forhåndsinformere børsen vil være senest fem børsdager før det som først måtte inntre av i) utsteders planlagte annonsering av tidsplan for selskapshandlingen i markedet, eller ii) planlagt dato for å handle eksklusiv den aktuelle rettighet, jf. revidert pkt. 11.2 andre ledd. Formålet er at børsen skal få anledning til å gå i dialog med selskapet om den aktuelle tidsplan/nøkkeldatoer for selskapshandlingen før dette offentliggjøres i markedet.

### 2.2.2.2 Krav om forhåndsvarsling av børsen/separat melding ved beslutning eller forslag om reparasjonsemisjon i tilknytning til en rettet emisjon

Det innføres særskilte regler for reparasjonsemisjoner som planlegges gjennomført i etterkant av rettede emisjoner i pkt. 11.2 tredje ledd. Selskapene skal så raskt som mulig etter at beslutning om reparasjonsemisjon er fattet, og senest innen kl 09.00 dagen aksjen handles eksklusiv rettigheten til å delta i reparasjonsemisjonen, offentliggjøre separat melding med aktuelle nøkkeldatoer for reparasjonsemisjonen.

Bakgrunnen for at børsen innfører en annen tidsfrist for melding til markedet om ex-dato for reparasjonsemisjoner enn for transaksjoner omfattet av pkt. 11.2 første ledd, er hensynet til likebehandling av aksjonærer. For de aksjonærer som ikke får delta i den rettede emisjonen, kan det ut fra et likebehandlingsperspektiv være uheldig at aksjen kan omsettes med rett til å delta i reparasjonsemisjonen i en tid etter at den rettede emisjonen er gjennomført.

Etter reviderte regler vil det kun være selskaper som inngår i OBX-indeksen som i tillegg er pålagt en særskilt plikt til å orientere børsen innen kl 14.00 dagen før aksjen går eksklusiv retten til å delta i reparasjonsemisjonen. Bakgrunnen for dette er at justeringer for reparasjonsemisjonen i børsens indekser først og fremst vil være aktuelt for disse selskapene. Krav om underhåndenmelding til børsen etter informasjonspliktsreglene i pkt. 3.1.2 gjelder imidlertid uendret for samtlige selskaper.

### 2.2.2.3 Øvrige justeringer i kapittel 11

Tidligere pkt. 11.3 første, tredje og fjerde ledd er videreført i pkt. 11.2 fjerde og femte ledd med mindre justeringer. Det er blant annet i fjerde ledd første punktum nå presisert at beslutninger om selskaps handlinger der det gis rettigheter av økonomisk verdi, som hovedregel skal foreligge før aksjen handles eksklusiv den aktuelle rettighet. Dette er for å unngå den usikkerhet rundt prising av aksjen som kan oppstå der aksjen handles eksklusiv den økonomiske rettigheten før endelig beslutning om tildeling av rettighet er fattet (såkalt «betinget ex-dato»). Tilsvarende regel fremgår i dag av 11.3 første ledd. Dersom særlige grunner tilsier at beslutningen om selskaps handlingen må finne sted etter ex-dato, må børsen konsulteres i forkant, jf. den generelle reglen i pkt. 11.1. En særskilt tilfelle av transaksjoner hvor det typisk vil foreligge «betinget ex-dato» er reparasjonsemisjoner i tilknytning til rettede emisjoner. Ettersom betinget ex-dato for denne typen transaksjoner er et relativt innarbeidet konsept, vil børsen anse revidert pkt. 11.2 tredje ledd som uttømmende i forhold til orienteringskravet i pkt. 11.1. Som utgangspunkt vil det ikke da gjelde noen særskilt plikt til å konsultere børsen i forkant, utover orienteringsplikten som er innført for OBX-selskaper, og den alminnelig informasjonsplikten som følger av pkt. 3.1.2.

#### 2.2.2.4 Endringer i kap. 11

Med de vedtatte endringene vil pkt. 11.2 i løpende forpliktelser lyde som følger:

##### *11.2 Håndtering av selskaps handlinger*

*(1) Forslag eller beslutninger om fortrinnsrettsemisjon, utbetaling av kontantutbytte, splitt eller spleis skal utformes slik at aksjen tidligst kan handles eksklusiv den aktuelle rettighet to børsdager etter at relevante nøkkeldatoer (ex-dato, eierregisterdato/«record date» og evt. utbetalingsdato mv.) er offentliggjort ved separat melding og i henhold til nærmere retningslinjer fastsatt av børsen.*

*(2) Ved øvrige selskaps handlinger som innebærer at aksjonærene gis rettigheter av økonomisk verdi (herunder fusjon der det overdragende selskapet er notert, fisjon, kapitalnedsettelse ved utdeling, samt øvrige former for utdelinger og utbytte enn det som omfattes av første ledd) skal selskapet orientere børsen senest fem børsdager før det som først måtte inntre av i) utsteders planlagte annonsering av tidsplan for selskaps handlingen i markedet, eller ii) planlagt ex-dato. Ved slik orientering skal det fremlegges forslag til tidsplan. Børsen kan gi pålegg om hvilken informasjon som skal inngå i en melding om den aktuelle selskaps handlingen, og hvordan slik melding skal utformes og offentliggjøres. Første og andre punktum gjelder tilsvarende for transaksjoner som kan medføre usikkerhet knyttet til prisingen av aksjene eller hvilke aksjer som handles. For reparasjonsemisjoner i forbindelse med rettede emisjoner gjelder tredje ledd.*

*(3) Ved planlagt reparasjonsemisjon i tilknytning til en rettet emisjon skal selskapet offentliggjøre nøkkeldatoer for reparasjonsemisjonen ved separat melding og i henhold til nærmere retningslinjer fastsatt av børsen, straks reparasjonsemisjonen er vedtatt av selskapet og senest innen kl 09.00 den dag aksjen handles eksklusiv den aktuelle rettighet. Selskaper som inngår i OBX-indeksen skal i tillegg orientere børsen innen kl. 14.00 børsdagen før aksjen går eksklusiv retten til å delta i reparasjonsemisjonen.*

*(4) Beslutning om selskaps handlingen skal foreligge før aksjen går eksklusiv den aktuelle rettighet. Rettigheter av økonomiske verdi skal tilfalle de som er aksjeeiere den siste dag aksjen handles inklusive rettighetene, med mindre det foreligger særskilte omstendigheter som tilsier noe annet. Dette gjelder uavhengig av om vedkommende på denne dagen er registrert som eier i verdipapirregisteret.*

*(5) Børsen kan gi pålegg om at selskapet skal fremlegge nærmere spesifisert dokumentasjon innen kl. 08.15 den dag aksjen handles eksklusiv den aktuelle rettighet.*

Videre vil revidert pkt. 11.3 lyde som følger:

11.3 Nærmere om ikrafttredelse av fusjon, fisjon og kapitalnedsettelse ved utdeling

(1) Fusjon, fisjon og kapitalnedsettelse ved utdeling til aksjonærene, skal registreres ikrafttrådt utenom børsens åpningstid.<sup>22</sup> Første punktum omfatter kun fusjon der et overdragende selskap er notert på Oslo Børs.

(2) Dersom registreringen må skje i børsens åpningstid, vil børsen vurdere om det er behov for å innføre børs pause eller å suspendere selskapets aksjer fra børsnotering ut den børsdag ikrafttredelsen skjer.

(3) Oppdatert firmaattest skal sendes børsen straks og senest innen kl. 08.15 første børsdag etter at selskaphandlingen er registrert ikrafttrådt.

(4) Første til tredje ledd gjelder tilsvarende for gjennomføring av andre særskilte transaksjoner som kan medføre usikkerhet knyttet til prisingen av aksjene eller hvilke aksjer som handles.

3 Nærmere om øvrige endringer i løpende forpliktelser

3.1 Opptakskrav knyttet til styrets skikkethet gjøres til løpende forpliktelse

Det fremgår av løpende forpliktelser pkt. 2.3 at selskapet skal sørge for at kravene i opptaksreglene pkt. 2.3.4 til ledelse til enhver tid er oppfylt. Det følger videre av opptaksreglene pkt. 2.3.4 første ledd at «de personer som sitter i selskapets ledelse må ikke ha opptrådt på en slik måte at det gjør dem uskikket til å delta i ledelsen av et børsnotert selskap».

Tilsvarende krav til styrets skikkethet er inntatt i opptaksreglene pkt. 2.3.4. tredje ledd. Opptakskravet til skikkethet gjøres til et løpende krav for styret i noterte selskaper tilsvarende kravet som i dag som gjelder for ledelsen i noterte selskaper. Børsen anser det som naturlig at tilsvarende krav skal gjelde for styremedlemmer. Dette er også et signal til selskapene og aksjonærene om at den generelle tilliten til selskapets styre er viktig og bør vektlegges av aksjonærene ved styrevalg.

Løpende forpliktelser pkt. 2.3 endres til:

*Selskapet skal sørge for at opptaksreglenes krav til ledelse, styrets skikkethet og kompetanse, revisjonsutvalg, fri omsettelighet og stemmerett, jf. opptaksreglene pkt. 2.3.4, 2.3.5 tredje og fjerde ledd, 2.3.6, 2.3.7, 2.4.4 og 2.4.5, til enhver tid oppfylles.*

3.2 Offentliggjøring av dokumenter som skal behandles på generalforsamlingen

Det følger av løpende forpliktelser pkt. 10.3 annet ledd at «Selskapet skal offentliggjøre innkalling til generalforsamling med vedlegg.» Børsen har fått tilbakemeldinger fra enkelte aktører om at det fremstår som noe uklart hvilke dokumenter som anses som vedlegg til innkalling til generalforsamling og dermed skal offentliggjøres. Børsen har lagt til grunn at selskapene skal offentliggjøre dokumenter

<sup>22</sup> Jf. allmennaksjeloven av 13. juni 1997 nr. 45 §§ 12-6, 13-17 og 14-18 første ledd.



som gjelder saker som skal behandles på generalforsamlingen, samt dokumenter som skal inntas i eller vedlegges innkallingen til generalforsamlingen. Ordlyden i bestemmelsen og kommentarene til bestemmelsen er endret for å klargjøre hvilke dokumenter som skal offentliggjøres i forbindelse med generalforsamling.

Det presiseres at generalforsamlingsdokumenter som offentliggjøres ved angivelse av hvilken internettsider dokumentene er tilgjengelige, likevel må oversendes lagringsmekanismen, jf. løpende forpliktelser pkt. 5. Det er således ikke tilstrekkelig å sende til lagringsmekanismen opplysninger om på hvilken internettside dokumentene er tilgjengelige.

For utenlandske primær- og sekundærnoterte selskaper med Norge som vertsstat gjelder reglene om koplekt jf. løpende forpliktelser pkt. 13.2.2 niende ledd og 13.3.3. niende ledd. Det presiseres at dokumenter som offentliggjøres ved angivelse av hvilken internettside dokumentene er tilgjengelig, likevel må oversendes til Oslo Børs elektronisk (NewsPoint), jf. pkt. 5.2.

Løpende forpliktelser pkt. 10.3 annet ledd endres til:

*Selskapet skal offentliggjøre innkalling til generalforsamling. Selskapet skal i tillegg offentliggjøre dokumenter som gjelder saker som skal behandles på generalforsamlingen. Dette gjelder også dokumenter som skal inntas i eller vedlegges innkallingen til generalforsamlingen. Slik offentliggjøring skal foretas så snart dokumentene er gjort tilgjengelig for aksjonærene.*

I kommentaren til bestemmelsen er følgende inntatt:

*Det som skal offentliggjøres etter annet ledd andre og tredje punktum er dokumenter som selskapet skal gjøre tilgjengelig for aksjonærene i forbindelse med avholdelse av generalforsamling. Grunnlaget for hvilke dokumenter dette er, vil følge av selskapslovgivningen og selskapets vedtekter. For norske allmennaksjeselskaper skal dette samsvare med de dokumenter som selskapet skal legge ut på sine internettsider, jf. forskrift om selskapets opplysningsplikt før og etter generalforsamlingen i allmennaksjeselskaper. Utenlandske selskaper må se hen til sin selskapslovning og sine vedtekter for å vurdere hvilken dokumentasjon som skal gjøres tilgjengelig for aksjonærene. Dette innebærer blant at forslag til beslutning som er satt frem av en aksjeeier etter allmennaksjeloven § 5-11, skal offentliggjøres.*

*Annet ledd tredje punktum innebærer at dersom dokumenter gjøres tilgjengelig på et tidligere tidspunkt enn offentliggjøring av innkallingen, må disse offentliggjøres så snart de er gjort tilgjengelig for aksjonærene. Det gjelder for eksempel fusjonsplan eller fusjonsplan etter allmennaksjeloven § 13-12 første ledd (fusjonsplan) og § 14-4 tredje ledd jf. 13-12 første ledd (fusjonsplan).*

### 3.3 Offentliggjøring av finansiell kalender

I følge løpende forpliktelser pkt. 4.5 skal selskapene innen årets utgang offentliggjøre de planlagte tidspunktene for offentliggjøring av delårsrapporter påfølgende år. Oslo Børs innfører nå et krav om at selskapene innen årets utgang i tillegg skal offentliggjøre planlagt tidspunkt for avholdelse av selskapets ordinære generalforsamling.

Oslo Børs innfører også krav om at selskapene skal anvende funksjonaliteten «Finanskalender» via Oslo Børs NewsPoint for å offentliggjøre planlagt tidspunkt for offentliggjøring av delårsrapporter og avholdelse av ordinær generalforsamling. Det har frem til nå vært frivillig for selskapene å bruke Oslo Børs NewsPoint ved offentliggjøring av finansiell kalender.

Løpende forpliktelser pkt. 4.5 endres til:

*4.5 Finansiell kalender for offentliggjøring av delårsrapporter og avholdelse av ordinær generalforsamling*

- (1) Selskapet skal senest innen årets utgang offentliggjøre en finansiell kalender. Finansiell kalender skal vise de planlagte tidspunktene for offentliggjøring av delårsrapporter og avholdelse av selskapets ordinære generalforsamling i påfølgende år. Dersom tidspunktene endres skal selskapet offentliggjøre endringene straks disse er besluttet.*
- (2) Offentliggjøring av finansiell kalender skal gjøres ved bruk av funksjonaliteten «Finanskalender» i NewsPoint.*

3.4 Endring i terskel for utarbeidelse av informasjonsdokument for Axess selskaper

Etter løpende forpliktelser pkt. 3.5.1 første ledd jf. tredje ledd har selskaper notert på Oslo Axess plikt til å utarbeide et informasjonsdokument dersom det inngås avtale om en transaksjon som innebærer en endring på mer enn 100 prosent i en av tre nevnte størrelsesindikatorer som er eiendeler, driftsinntekter eller årsresultat. Av bestemmelsens annet ledd fremgår det at med transaksjoner så menes i denne sammenheng erverv eller avhendelse av virksomhet eller eiendel, samt fusjoner og fisjoner. Tilsvarende terskel for selskaper notert på Oslo Børs er 25 prosent.

Dagens regler innebærer at selskaper notert på Oslo Axess i praksis tilnærmet kan avhende all virksomhet uten at krav til informasjonsdokument utløses. Terskelen for å utarbeide informasjonsdokument ved avhendelse og fisjon for selskaper notert på Oslo Axess endres til 50 %. Krav til informasjonsdokument vil da ved avhendelse og fisjon utløses dersom transaksjonen innebærer en halvering av størrelsesindikatorene. Dette anses som en mer naturlig og hensiktsmessig terskel i forhold til at dagens terskel ved erverv og fusjon som innebærer plikt til å utarbeide informasjonsdokument dersom størrelsesindikatorene doubles.

Løpende forpliktelser pkt. 3.5.1 første ledd endres til:

*Dersom selskapet inngår avtale om en transaksjon som innebærer en endring på mer enn 25 prosent i forhold til kriteriene nevnt i tredje ledd skal selskapet offentliggjøre et informasjonsdokument i samsvar med pkt. 3.5.2 til 3.5.5. For selskaper notert på Oslo Axess gjelder plikten dersom transaksjonen innebærer en endring på mer enn 100 prosent ved erverv eller fusjon og en endring på mer enn 50 prosent ved avhendelse eller fisjon, målt mot de samme kriterier.*

3.5 Kommentarer i regelverket ved særregler for utenlandske selskaper og norske sekundær noterte selskaper

For utenlandske selskaper og norske sekundærnoterte selskaper gjelder løpende forpliktelser med de unntak og presiseringer som følger av løpende forpliktelser pkt. 13. For å gjøre regelverket mer oversiktlig for disse selskapene er det inntatt kommentarer til hver enkelt bestemmelse i løpende forpliktelse hvor det eksisterer egne regler i pkt. 13. Det er i tillegg inntatt enkelte presiseringer i kapittel 13 for å gjøre regelverket klarere.

Pkt. 13.4 inneholder særregler ved gjennomføring av selskapshandlinger i utenlandske selskaper. I pkt. 13.4.2 tredje ledd jf. første ledd fremgår det at slike selskaper skal fremlegge en erklæring fra uavhengig ekstern advokat eller kompetent selskapsorgan der det gis en bekreftelse på gjennomført selskapshandling blant annet ved fusjon, fisjon og kapitalnedsettelse ved utdeling til aksjonærene.

Kompetent selskapsorgan fjernes fra bestemmelsen da hva som skal anses å være et «kompetent selskapsorgan» ikke er avklart hverken gjennom regelverk eller børsens praksis. I praksis har slike erklæringer vært avgitt fra uavhengig ekstern advokat. Der det stilles krav om erklæring fra ekstern advokat eller kompetentselskapsorgan i opptaksreglene (jf. opptaksreglene pkt. 9.2 annet ledd nr. 5) gjøres tilsvarende endring.

#### 4 Nærmere om endringer i opptaksreglene

##### 4.1 Utvidelse av opptaksreglenes anvendelse

Det følger av opptaksreglene pkt. 1 fjerde ledd at reglene kommer til anvendelse ved søknad om opptak av egenkapitalbevis, depotbevis og interimsbevis så lang de passer. Børsen har erfart at det blant markedsaktører er en viss interesse for notering av andre finansielle instrumenter som for eksempel notering av andeler i trusts utstedt etter andre lands lovgivning.

Det legges derfor til rette for notering av andre finansielle instrumenter med tilsvarende egenskaper som aksjer i dagens opptaksregler. I tillegg fjernes interimsbevis fra opplistingen i bestemmelsen.

Opptaksreglene pkt. 1 fjerde ledd<sup>23</sup> endres til:

*Reglene kommer til anvendelse på søknad om opptak av egenkapitalbevis, depotbevis, og øvrige finansielle instrumenter med tilsvarende egenskaper som aksjer, så langt de passer.*

##### 4.2 Opptak til børsnotering av aksjer notert på Oslo Axess

Opptaksreglene pkt. 2.7 angir hvilke opptakskrav og saksbehandlingsregler som gjelder ved overføring av notering fra Oslo Axess til Oslo Børs. Etter dagens regler gjelder de fleste opptakskrav tilsvarende ved overføringsaker som ved nynotering, slik at det foretas en ny vurdering av overholdelse av opptakskravene, mens selve opptaksprosessen er noe forenklet.

Oslo Axess er et regulert marked og løpende forpliktelser gjelder både for selskaper notert på Oslo Axess og Oslo Børs. Mange av opptaksvilkårene på Oslo Axess og Oslo Børs er også like. Siden axess selskaper allerede har aksjer notert på regulert marked og selskapet vil være gjennomlyst som følge av noteringen her, anser børsen at det kan være aktuelt å gi unntak fra enkelte opptaksvilkår helt eller delvis. Det innføres derfor en generell unntakshjemmel knyttet til overholdelse av opptaksvilkårene ved overføring fra Oslo Axess til Oslo Børs.

Opptaksreglene pkt. 2.7 fjerde ledd endres til:

*Børsen kan gjøre unntak fra enkelte opptakskrav i kapittel 2.*

##### 4.3 Aksjer i samme aksjeklasse og notering av ny aksjeklasse

Det følger av opptaksreglene pkt. 2.4.3 første ledd at søknad om børsnotering skal gjelde samtlige utstedte aksjer i samme aksjeklasse. Videre følger det av samme bestemmelse annet ledd at dersom selskapet har flere aksjeklasser skal vilkårene for notering være oppfylt for hver av de klasser som søkes notert, men at børsen kan gjøre unntak fra dette.

Vilkår for notering av flere aksjeklasser som angitt i andre ledd skilles ut i en egen bestemmelse i pkt. 2.8 med samme ordlyd som i tidligere pkt. 2.4.3 andre ledd. Bestemmelsen medfører at dersom et

---

<sup>23</sup> Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 1 tredje ledd

selskap med aksjer notert på Oslo Børs eller Oslo Axess utsteder en ny aksjeklasse og søker denne notert, må også den nye aksjeklassen i utgangspunktet på selvstendig grunnlag oppfylle samtlige opptaksvilkår. Tilsvarende vil også gjelde dersom et selskap som ikke har noterte aksjer søker opptak av flere aksjeklasser samtidig. Børsen kan imidlertid gjøre unntak fra kravet om at selskapet må oppfylle samtlige opptaksvilkår ved notering av ny aksjeklasse. Siden selskapet allerede har aksjer notert og selskapet vil være gjennomlyst som følge av noteringen, anser børsen at det kan være aktuelt å gi unntak fra enkelte opptaksvilkår helt eller delvis. I den grad det gis unntak for enkelte opptaksvilkår, vil børsen kunne stille vilkår knyttet til unntaket. Børsen anser at det i mange tilfeller vil kunne gis unntak fra enkelte opptaksvilkår der selskapet allerede har noterte aksjer.

Når det gjelder selve opptaksprosessen nevnes det for ordens skyld at opptaksreglene pkt. 3.1 femte ledd gir hjemmel for å fravike prosessuelle bestemmelsene i opptaksreglene ved notering av ny aksjeklasse i selskap som allerede har noterte aksjer. Børsen anser at det i slike situasjoner normalt vil kunne gjøres tilpasninger i hvilken dokumentasjon som kreves og tidsfrister som settes, samt gis unntak fra krav om due diligence.

Opptaksreglene pkt. 2.4.3<sup>24</sup> endres til:

#### *2.4.3 Aksjer i samme aksjeklasse*

*Søknad om børsnotering skal gjelde samtlige utstedte aksjer i samme aksjeklasse.<sup>25</sup>*

Videre tas det inn et nytt pkt. 2.8. i opptaksreglene med følgende ordlyd:

#### *Pkt. 2.8 Notering av flere aksjeklasser*

*Dersom selskapet har flere aksjeklasser skal vilkårene for notering være oppfylt for hver av de klasser som søkes notert. Børsen kan gjøre unntak fra første punktum.*

Tidligere pkt. 2.8 forskyves til nytt punkt 2.10 etter innføring av egen bestemmelse om notering av flere aksjeklasser og egen bestemmelse om domisilskifte som er omtalt nedenfor.

## 4.4 Domisilskifte og lignende reorganiseringer i notert virksomhet

Der virksomhet i notert selskap endrer domisil vil dette i praksis ofte skje ved at det tas opp et nytt selskap til notering der tidligere notert virksomhet inngår. Opptaksreglene gjelder i dag fullt ut ved domisilskifte og lignende reorganiseringer, når dette innebærer notering av en ny juridisk enhet. Børsen anser at det ved slike reorganiseringer i enkelte saker kan være behov for en unntakshjemmel knyttet til oppfyllelse av enkelte av opptaksvilkårene. Et unntak vil for eksempel kunne være relevant der domisilskifte i seg selv ikke påvirker grad av oppfyllelse av opptaksvilkårene f.eks. der krav til markedsverdi, antall aksjonærer eller 25 % spredning ikke er oppfylt hverken i det noterte selskapet forut for domisilskifte eller i selskapet som skal noteres etter gjennomført domisilskifte. I den grad det gis unntak for enkelte opptaksvilkår, vil børsen kunne stille vilkår knyttet til unntaket.

Det tas inn et nytt pkt. 2.9<sup>26</sup> i opptaksreglene med følgende ordlyd:

#### *2.9 Domisilskifte og lignende reorganiseringer i notert virksomhet*

---

<sup>24</sup> Opptaksregler Oslo Axess pkt. 2.4.3

<sup>25</sup> Børsforskriften § 5 første ledd.

<sup>26</sup> Opptaksregler Oslo Axess pkt. 2.9.

*Ved opptak til notering av nytt selskap i forbindelse med domisilskifte eller lignende reorganisering av notert virksomhet, kan børsen i særskilte tilfeller gjøre unntak fra enkelte opptaksvilkår i kapittel 2.*

#### 4.5 Omsetningsperiode for noterte tegningsretter

Det følger av opptaksreglene pkt. 8.4 fjerde ledd at omsetningsperioden for tegningsretter som hovedregel skal være lik tegningsperioden. Det fremgår av samme bestemmelse at børsen vil tillate at omsetningsperioden for tegningsretter avsluttes tre børsdager før tegningsperiodens utløp under forutsetning av at børsen skriftlig underrettes. For ordens skyld så inntas det i bestemmelsen at børsen vil tillate at omsetningsperioden for tegningsretter avsluttes inntil tre børsdager før tegningsperiodens utløp. Bakgrunnen for at dette tillates er at det innebærer at aksjene kan utstedes tidligere.

Opptaksreglene pkt. 8.4<sup>27</sup> fjerde ledd endres til:

*Som hovedregel skal omsetningsperioden for tegningsretter være lik tegningsperioden. Børsen vil tillate at omsetningsperioden for tegningsretter avsluttes inntil tre børsdager før tegningsperiodens utløp under forutsetning av at børsen skriftlig underrettes om dette i henholdsvis redegjørelsen som skal avgis etter pk.t 8.2 andre ledd og søknaden som avgis etter pkt. 8.3 første ledd.*

---

<sup>27</sup> Opptaksregler Oslo Axess pkt. 8.4 fjerde ledd.

## 1.4 Børssirkulære 4/2015: Endringer i obligasjonsreglene for Oslo Børs og Nordic ABM

### 1 Innledning

Vedlagt dette sirkulæret følger nye versjoner av følgende regelsett vedtatt av Oslo Børs 9. desember 2015:

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

De vedtatte reglene samsvarer i hovedsak med de forslag som ble sendt på høring 23. september 2015, likevel slik at det er gjort enkelte mindre endringer og presiseringer på bakgrunn av tilbakemeldinger i høringsrunden. Børsen har mottatt høringsuttalelser fra Folketrygdfondet, NFF og Det kongelige justis- og beredskapsdepartement.

I punkt 2 nedenfor gis en kort oversikt over de vedtatte endringene. I punkt 3 gis det en nærmere redegjørelse for endringene i obligasjonsreglene for Oslo Børs, mens det i punkt 4 gis en nærmere redegjørelse for endringene i obligasjonsreglene for Nordic ABM. De reviderte reglene trer i kraft 15. januar 2016.

### 2 Kort oversikt over vedtatte endringer

#### 2.1 Endringer i obligasjonsreglene for Oslo Børs

- Det er vedtatt å fjerne dagens bestemmelse i pkt. 2.3.3 (1) om at børsen, hvis særlige grunner tilsier det, kan forslå skifte av tillitsmann for lånet.
- Det er vedtatt at garantistavtalen som garantister for obligasjonslån inngår med Oslo Børs, erstattes med en tiltredelseserklæring og at ansvaret og plikter for garantisten reguleres direkte i børsens regler. Dette medfører endringer i pkt. 2.4.
- Det er vedtatt å fjerne henvisning til verdipapirhandelloven i opptakskravet vedrørende årsrapport, slik at det for SMB-selskaper ikke vil være krav til IFRS for historisk finansiell informasjon ved opptak til notering, tilsvarende kravet i prospektreglene.
- Det er vedtatt å innta en bestemmelse om debitorskifte, jf. nytt pkt. 3.1.10.
- Det er vedtatt at utsteders beslutning om å benytte seg av retten til å innløse lånet, inntas i bestemmelsen som lister opp forhold som låntager straks skal offentliggjøre uavhengig av om forholdet er å anse som innsideinformasjon, jf. pkt. 3.3. (1).
- Det er vedtatt å presisere i pkt. 3.6.2 (4) at norske kommuner og fylkeskommuner skal utarbeide årsrapport iht. kommuneloven § 48.
- Det er vedtatt å innta unntak fra plikten til å utarbeide halvårsrapport for kommuner og fylkeskommuner, jf. pkt. 3.6.4 (3).
- Det er vedtatt å fjerne kravet til å opplyse børsen om at obligasjonseiermøte skal avholdes, jf. pkt. 3.9.3 (4).
- Det er vedtatt å endre ordlyden i bestemmelsen om at utsteder av konvertible obligasjonslån skal følge reglene om informasjonsplikt i løpende forpliktelser for aksjeutstedere pkt. 3.

#### 2.2 Endringer i ABM-reglene

- Det er vedtatt å fjerne dagens bestemmelse i pkt. 2.3.3 (1) om at Nordic ABM, hvis særlige grunner tilsier det, kan forslå skifte av tillitsmann for lånet, tilsvarende endring som for obligasjonsreglene på børs.
- Det er vedtatt å tillate notering av konvertible obligasjoner på Nordic ABM hvor underliggende aksje ikke er notert, jf. nytt pkt. 2.3.4 (2).

- Det er vedtatt at garantistavtalen som garantister for obligasjonslån inngår med Nordic ABM, erstattes med en tiltredelseserklæring, og at ansvaret og plikter for garantisten reguleres direkte i ABM-reglene. Dette medfører endringer i pkt. 2.3.6. Tilsvarende endring er vedtatt i obligasjonsreglene på børs.
- Det er vedtatt å presisere i ABM-reglene pkt. 2.7.2.3 at finansiell informasjon må være revidert ved opptak til notering, tilsvarende dagens praksis.
- Tilsvarende som for obligasjonsreglene på børs, er det vedtatt å innta en bestemmelse om debitorskifte, jf. nytt pkt. 3.1.8
- Tilsvarende som for obligasjonsreglene på børs, er det vedtatt at utsteders beslutning om å benytte seg av retten til å innløse lånet, inntas i bestemmelsen som lister opp forhold som låntager straks skal offentliggjøre uavhengig av om forholdet er å anse som innsideinformasjon, jf. pkt. 3.2.2 (1).
- Det er vedtatt å innta et nytt krav i pkt. 3.2.4 om at utsteder av konvertible obligasjonslån også skal offentliggjøre innsideinformasjon om den underliggende aksjen som om aksjen var notert, tilsvarende pkt. 3.5 i obligasjonsreglene på børs.
- Gjeldende krav til at årsrapporten skal omfatte konsernregnskap dersom dette utarbeides, er vedtatt endret til at det som hovedregel skal utarbeides dersom låntager er morselskap i et konsern eller underkonsern.
- Det er vedtatt å innta et nytt krav om at utsteder straks må offentliggjøre at revisor har gitt merknader, presiseringer eller tatt forbehold i revisjonsberetningen straks dette er mottatt fra revisor, jf. nytt pkt. 3.4.3 (4).
- Det er vedtatt å endre bestemmelsen om unntak fra regnskapsrapportering til også gjelde for låntager som utsteder obligasjonslån med pålydende per obligasjon på mindre enn 100 000 euro, jf. pkt. 3.4.5 (2).

### 3 Endringer i obligasjonsreglene for Oslo Børs

#### 3.1 Innkalling til obligasjonseiermøte for skifte av tillitsmann

Iht. pkt. 2.3.3 har Oslo Børs, dersom særlige grunner tilsier det, anledning til å innkalle til obligasjonseiermøte og foreslå skifte av tillitsmann. Etter de standardiserte låneavtalene utarbeidet av Nordic Trustee er det inntatt bestemmelse som gir Oslo Børs anledning til å begjære at det avholdes obligasjonseiermøte. Når det imidlertid søkes notert obligasjonslån med andre tillitsmenn hvor slik innkallingsrett ikke er avtalt, vil ikke børsen ha anledning til dette. Låneavtalen vil allerede være bindende når lånet søkes notert og Oslo Børs er ikke part i låneavtalen. Bestemmelsen er derfor vedtatt fjernet. Endringen anses ikke å ha praktisk betydning da bestemmelsen ikke benyttes.

#### 3.2 Noteringsavtale for garantister

Det følger av gjeldende pkt. 2.4 at børsen kan kreve at garantist for låntagers obligasjoner inngår særskilt avtale med Oslo Børs som nærmere regulerer ansvaret og pliktene til garantisten overfor børsen. Børsen anser det mer hensiktsmessig at de forhold som regulerer ansvaret og pliktene til garantisten fremkommer direkte av børsens regler. Avtalen er derfor erstattet med en tiltredelseserklæring som viser til de relevante bestemmelsene i reglene.

Det er videre vedtatt å innta i pkt. 8.4 at garantisten vil kunne sanksjoneres for brudd på informasjonsplikten. I eksisterende standard noteringsavtale som inngås med garantister, er det inntatt at brudd på reglene vil kunne medføre sanksjoner i henhold til obligasjonsreglene. Videre følger det av gjeldende bestemmelse pkt. 2.4 at ved brudd på bestemmelser i avtalen som nevnt over, kan børsen ilegge garantisten sanksjoner i henhold til pkt. 8.3 (løpende mulkt for brudd på opplysningsplikten) og pkt. 8.4 (overtredelsesgebyr for brudd på informasjonsplikten). Endringen anses således ikke å ha materiell betydning.



I tillegg er det vedtatt at bestemmelsen også skal være en løpende forpliktelse, slik at børsen kan kreve at det inngås en tiltredelseserklæring dersom det tilkommer nye garantister i det noterte lånet.

Det er på denne bakgrunn vedtatt at følgende nytt punkt 2.4.2 inntas i obligasjonsreglene:  
2.4.2 Garantister

*(1) Oslo Børs kan kreve at tredjepart som skal garantere for betaling av renter og hovedstol (garantist), før låntagers obligasjoner tas opp til notering, inngår en tiltredelseserklæring som nærmere regulerer garantistens ansvar og plikter overfor børsen. Det samme gjelder dersom lånet i løpetiden får ny garantist som ikke har avgitt en slik erklæring. Garantisten blir bundet av de regler som gjelder for låntageren, herunder børsloven § 24 (7), obligasjonsreglene, verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften.*

*(2) Garantisten skal på forespørsel gi Oslo Børs opplysninger etter børsloven § 24 (7).*

*(3) Garantisten skal ha en person som er angitt som kontaktperson for Oslo Børs. Personen skal ha tilfredsstillende kunnskap om de regler som låntager er underlagt.*

*(4) Oslo Børs kan ilegge garantisten sanksjoner etter pkt. 8.3 og 8.4 ved brudd på tiltredelseserklæringen som nevnt i første ledd.*

Etter Oslo Børs' praksis kreves det at det inngås en tiltredelseserklæring for garantister hovedsakelig når det foreligger garanti fra morselskap for lån utstedt av datterselskap. I motsatte tilfeller hvor datterselskaper er garantister for lån utstedt av morselskapet, vil børsen som hovedregel ikke kreve at det inngås en tiltredelseserklæring. Det vil imidlertid være en konkret vurdering i hver enkelt sak om tiltredelseserklæring skal inngås.

Garantistselskapet påtar seg den samme informasjonsplikten som låntager ved å inngå en tiltredelseserklæring.

### 3.3 Krav til årsrapport for SMB-selskaper

Ved opptak til notering av obligasjonslån på Oslo Børs er det krav til at årsrapport skal vedlegges søknad. I pkt. 2.7.1 (4) kreves det årsrapport iht. løpende forpliktelser pkt. 3.6.2, som igjen viser til verdipapirhandelloven § 5-5 hvor det er krav til regnskapsrapportering iht. IFRS. For SMB-selskaper vil det ikke være krav til IFRS ved utarbeidelse av EØS-prospekt iht. prospektreglene. Det er derfor vedtatt å fjerne henvisningen til verdipapirhandelloven, slik at børsens regler ikke blir strengere enn prospektreglene for noteringsprospekt.

Som følge av dette vil endret pkt. 2.7.1 (4) lyde:

#### *2.7.1 Søknadens innhold*

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

*4. Årsrapport, for de to foregående regnskapsår, eller slik kortere regnskapsperiode låntager har bestått. Børsen kan kreve årsrapport for de tre foregående regnskapsår dersom det foreligger særlige grunner. Halvårsrapporter (evt. delårsrapporter for en kortere periode enn seks måneder) dersom disse er avlagt etter siste årsrapport. Det skal opplyses om delårsrapporten har vært gjenstand for revisjon.*

### 3.4 Debitorskifte

Dagens regelverk har ikke en særskilt bestemmelse som regulerer debitorskifte utenom kravet til å offentliggjøre en børsmelding om at det skal gjennomføres et debitorskifte. Dersom et notert obligasjonslån overføres til en ny utsteder som ikke har lån notert fra før, fremkommer det ikke av obligasjonsreglene hvilke ansvar og plikter den nye utstederen har. Som følge av dette er det vedtatt å innta en slik bestemmelse. I tillegg er det vedtatt at børsen kan kreve at den nye utstederen dokumenterer deler av opptaksvilkårene.

Følgende nytt pkt. 3.1.10 er vedtatt å inntas i obligasjonsreglene:

#### *3.1.10 Debitorskifte*

*Etter debitorskifte blir den nye låntageren underlagt obligasjonsreglene for låntagere med børsnoteerte obligasjonslån. Oslo Børs kan pålegge den nye låntageren å dokumentere utvalgte deler av opptaksvilkårene etter punkt 2.*

### 3.5 Offentliggjøre beslutning om å utøve callrettighet

Det er vedtatt å presisere i nytt pkt. 3.3 (1) nr. 7 at låntagers beslutning om å benytte retten til helt eller delvis å innløse lånet straks skal offentliggjøres uavhengig av om forholdet er å anse som insideinformasjon.

Vedtatt endret punkt 3.3 (1) nr. 7 lyder som følger:

#### 3.3 Andre vesentlige forhold

(1) Låntager skal straks offentliggjøre:

7. Beslutning om å benytte retten til å helt eller delvis innløse lånet (call).

### 3.6 Årsrapport for kommuner og fylkeskommuner

Kommuner og fylkeskommuner har ikke krav til å utarbeide årsrapport etter verdipapirhandelloven, men det følger av obligasjonsreglene pkt. 3.6.2 (4) at kommuner og fylkeskommuner skal utarbeide årsrapport iht. verdipapirhandelloven § 5-5. For disse utstederne gjelder imidlertid kommuneloven med bestemmelse om finansiell rapportering, det er derfor vedtatt å endre bestemmelsen i tråd med dette. Samtidig er det vedtatt å innta en dispensasjonshjemmel for utenlandske kommuner og fylkeskommuner.

Obligasjonsreglene pkt. 3.6.2 vil etter endringen lyde som følger:

#### 3.6.2 Plikt til å avlegge årsrapport og halvårsrapport

(4) Første og annet ledd gjelder også regional eller lokal myndighet i utenlandsk stat. Norske kommuner og fylkeskommuner skal utarbeide årsrapport iht. kravene i kommuneloven § 48. Oslo Børs kan gjøre unntak fra første og annet ledd for regional eller lokal myndighet i utenlandsk stat.

### 3.7 Unntak fra halvårsrapportering for kommuner og fylkeskommuner

Det følger av obligasjonsreglene pkt. 3.6.2 annet ledd, jf. fjerde ledd at kommuner og fylkeskommuner skal utarbeide halvårsrapport. Oslo Børs kan iht. pkt. 3.6.4 (3) gjøre unntak fra denne bestemmelsen. Børsens praksis er å gi slik dispensasjon ved søknad om fritak fra å utarbeide halvårsrapport. Det er blitt vurdert at markedet ikke har samme behov for halvårsrapporter fra kommuner og fylkeskommuner som fra andre utstedere. Det er derfor vedtatt at kravet fjernes for norske kommuner og fylkeskommuner.

På denne bakgrunn endres pkt. 3.6.4 til å lyde som følger:

#### *3.6.4 Unntak fra plikt til å utarbeide halvårsrapport*

*(1) Låntagere stiftet før 1. juli 2005 (ikrafttredelsestidspunktet til direktiv 2003/71/EF) som kun har obligasjonslån garantert av den norske stat notert på regulert marked, er unntatt fra pkt. 3.6.2 annet ledd.<sup>28</sup>*

*(2) Prospektmyndigheten kan gjøre unntak fra pkt. 3.6.2 annet ledd for låntagere stiftet før ikrafttredelsestidspunktet til prospektdirektivet som kun har obligasjonslån garantert av norsk kommune eller fylkeskommune notert på et regulert marked.<sup>29</sup>*

*(3) Oslo Børs kan gjøre unntak fra pkt. 3.6.2 annet ledd for låntager som bare utsteder obligasjoner hvis pålydende verdi er minst 100 000 euro og for regional eller lokal myndighet i utenlandsk stat. Norske kommuner og fylkeskommuner er unntatt fra pkt. 3.6.2 annet ledd.*

### 3.8 Tilleggskrav til utsteder av konvertible obligasjoner

Det følger av kravet i pkt. 3.5 at utsteder av konvertible obligasjonslån skal følge reglene om informasjonsplikt i løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper pkt. 3. Det er vedtatt å omformulere denne bestemmelsen til en presisering av at utsteder av konvertible obligasjoner skal offentliggjøre innsideinformasjon som om aksjen var notert på et regulert marked.

På denne bakgrunn endres pkt. 3.5 til å lyde som følger:

#### *3.5 Tilleggskrav til obligasjoner med rett til å erverve aksjer utstedt av låntager*

*Låntager med børsnoterte obligasjoner, som gir obligasjonseier rett til å erverve aksjer utstedt av låntager, skal i tillegg til reglene i pkt. 3.2 til 3.4 offentliggjøre innsideinformasjon som om aksjen var notert på et regulert marked.*

### 3.9 Opplysninger til Børsen om avholdelse av obligasjonseiermøter

Det følger av obligasjonsreglene pkt. 3.9.3 (5) at låntager skal offentliggjøre innkalling til obligasjonseiermøte med vedlegg.

I tillegg skal låntager senest samtidig med innkallingen opplyse Børsen om at møtet skal avholdes.

Ettersom det er krav til at dette skal offentliggjøres, anses bestemmelsen som overflødig og er derfor vedtatt fjernet.

## 4 Endringer i ABM-reglene

### 4.1 Innkalling til obligasjonseiermøte for skifte av tillitsmann

---

<sup>28</sup> Verdipapirforskriften § 5-6 første ledd.

<sup>29</sup> Verdipapirforskriften § 5-6 annet ledd.

Tilsvarende som endring vedtatt for obligasjonsreglene på børs, se omtale under pkt. 3.1 over.

#### 4.2 Notering av konvertible obligasjoner med underliggende unoterte aksjer

Det følger av pkt. 2.3.4 at konvertible obligasjoner kan noteres på Nordic ABM forutsatt at underliggende aksje som obligasjonene kan konverteres til, er notert på et regulert, anerkjent og åpent marked som fungerer regelmessig.

Oslo Børs har nå vedtatt å åpne opp for notering av konvertible obligasjoner på ABM hvor underliggende aksjer ikke er notert. Dette tilsvarer bestemmelsen i obligasjonsreglene på børs. En forutsetning for å notere slike lån, er at markedet har tilstrekkelig informasjon om underliggende aksje for å kunne bedømme verdien av aksjene.

Det er derfor samtidig vedtatt å innta et nytt krav i pkt. 3.2.4 om at utsteder av konvertible obligasjonslån skal offentliggjøre innsideinformasjon om den underliggende aksjen som om aksjen var notert på et regulert marked, tilsvarende pkt. 3.5 i obligasjonsreglene på børs.

På denne bakgrunn inntas nytt annet ledd i pkt. 2.3.4:

##### *2.3.4 Vilkår for notering av konvertible obligasjoner m.m.*

*(2) Opptak av andre konvertible obligasjoner kan likevel skje dersom Nordic ABM klart finner at obligasjonseierne og allmennheten for øvrig har tilgang til alle de opplysninger som er nødvendige for å kunne bedømme verdien av aksjene disse obligasjoner er knyttet til.*

Det er videre vedtatt å innta et nytt krav i pkt. 3.2.4 om at utsteder av konvertible obligasjonslån med rett til å erverve aksjer utstedt av låntager også skal offentliggjøre innsideinformasjon om den underliggende aksjen som om aksjen var notert på et regulert marked, tilsvarende pkt. 3.5 i obligasjonsreglene på børs.

Vedtatt nytt punkt 3.2.4 lyder som følger:

*3.2.4 Tilleggskrav til obligasjoner med rett til å erverve aksjer utstedt av låntager  
Låntager med noterte obligasjoner, som gir obligasjonseier rett til å erverve aksjer utstedt av låntager, skal i tillegg til reglene i pkt. 3.2 offentliggjøre innsideinformasjon som om aksjene var notert på et regulert marked.*

#### 4.3 Noteringsavtale for garantist

Tilsvarende som endring vedtatt for obligasjonsreglene på børs, se omtale under pkt. 3.2 over.

På denne bakgrunn er nytt pkt. 2.3.6.2 endret til å lyde som følger:

##### 2.3.6.2 Garantister

*(1) Nordic ABM kan kreve at tredjepart som skal garantere for betaling av renter og hovedstol (garantist), før låntagers obligasjoner tas opp til notering, inngår en tiltredelseserklæring som nærmere regulerer garantistens ansvar og plikter overfor Børsen. Det samme gjelder dersom lånet i løpetiden får ny garantist som ikke har avgitt en slik erklæring. Garantisten blir bundet av de regler som gjelder låntageren, herunder ABM-reglene.*

*(2) Garantisten skal på forespørsel gi Nordic ABM opplysninger etter ABM-reglene pkt. 3.1.5 (5).*

*(3) Garantisten skal ha en person som er angitt som kontaktperson for Nordic ABM. Personen skal ha tilfredsstillende kunnskap om de regler som låntager er underlagt.*

*(4) Nordic ABM kan gi offentlig kritikk etter pkt. 8 ved brudd på erklæring som nevnt i første ledd.*

#### 4.4 Krav til revidert finansiell informasjon i noteringsdokument

Ved opptak til notering av obligasjonslån på Nordic ABM er det krav til at resultatregnskap, balanse og kontantstrømoppstilling iht. regnskapslovgivningen skal vedlegges noteringsdokument, jf. pkt. 2.7.2.3.

Det er vedtatt å innta krav om at finansiell informasjon må være revidert, tilsvarende dagens praksis.

Dette gjelder også nyetablerte selskaper. Det må som hovedregel utarbeides en finansiell rapport for den regnskapsperiode låntager har bestått. Den finansielle rapporten skal være revidert. Eksempelvis kan Nordic ABM, etter en konkret vurdering, tillate at det kun utarbeides en åpningsbalanse. Denne må være revidert.

Adgangen til å gjøre unntak fra kravene til finansiell informasjon videreføres, jf. bestemmelsens andre ledd.

Pkt. 2.7.2.3 er vedtatt endret til å lyde som følger:

##### 2.7.2.3 Tilleggskrav

*(1) For låntagere som ikke omfattes av pkt. 2.7.2.2 første eller annet ledd, skal noteringsdokumentet i tillegg til de opplysninger som kreves etter pkt. 2.7.2.2 første ledd nr. 3 og 4 inneholde:*

*20. Revidert finansiell informasjon i henhold til regnskapslovgivningen låntager er underlagt for de to foregående regnskapsår eller slik kortere regnskapsperiode låntager har bestått. Nordic ABM kan kreve en oppstilling basert på de tre foregående regnskapsår, dersom det foreligger særlige grunner. Delårsrapport i henhold til pkt. 3.4.4, dersom dette er avlagt etter siste årsrapport. Det skal opplyses om delårsrapporten har vært gjenstand for revisjon.*

#### 4.5 Debitorskifte

Tilsvarende som endring vedtatt for obligasjonsreglene på børs, se omtale under pkt. 3.4 over.

Vedtatt nytt pkt. 3.1.8 lyder som følger:

##### 3.1.8 Debitorskifte

*Etter debitorskifte blir den nye låntageren underlagt ABM-reglene for låntagere med noterte obligasjonslån. Oslo Børs kan pålegge den nye låntageren å dokumentere utvalgte deler av opptaksvilkårene etter punkt 2.*

#### 4.6 Offentliggjøre beslutning om å utøve callrettighet

Tilsvarende som endring vedtatt for obligasjonsreglene på børs, se omtale over under pkt. 3.5. Pkt. 3.2.2 nr.6 er vedtatt endret til å lyde som følger:

### *3.2.2 Andre vesentlige forhold*

*(1) Låntager skal straks offentliggjøre:*

*6. Beslutning om å benytte retten til å helt eller delvis innløse lånet (call).*

## 4.7 Krav til konsernregnskap

Det følger av gjeldende punkt 3.4.3 (3) nr. 4 at årsrapporten skal omfatte konsernregnskap dersom dette utarbeides. Det har vært tilfeller hvor låntager som har søkt om notering av lån, ikke har vært pliktig til å utarbeide konsernregnskap etter andre lover og regler, men der børsen har vurdert at selskapsregnskapet alene ikke har gitt tilstrekkelig informasjon om låntagers regnskaper.

Som følge av dette er det vedtatt at konsernregnskap som hovedregel må utarbeides dersom låntager er morselskap i et konsern eller underkonsern.

I pkt. 3.4.9 er det en generell dispensasjonsadgang for regnskapsrapportering hvor Nordic ABM kan helt eller delvis gjøre unntak dersom særlige forhold tilsier det.

Punkt 3.4.3 (3) nr. 4 er vedtatt endret til å lyde som følger:

### *3.4.3 Årsrapport*

*(3) Årsrapporten skal omfatte:*

*4. Konsernregnskap dersom låntager er morselskap i et konsern eller underkonsern.*

## 4.8 Merknader, presiseringer eller forbehold i revisjonsberetningen

Det er et opptakskrav for notering av obligasjonslån på ABM at merknader, presiseringer eller forbehold gitt av revisor i revisjonsberetningen skal angis i noteringsdokumentet. Det foreslås at dette også inntas som en løpende forpliktelse i pkt. 3.4.3 (4), tilsvarende som i obligasjonsreglene på børs. Forskjellen fra obligasjonsreglene på børs har ikke vært tilsiktet.

Det er vedtatt å innta nytt fjerde ledd i pkt. 3.4.3 (4) som lyder som følger:

### *3.4.3 Årsrapport*

*(4) Har revisor funnet at regnskapet ikke bør fastsettes slik det foreligger, eller har revisor gitt merknader, presiseringer eller tatt forbehold i revisjonsberetningen skal melding om dette sendes Nordic ABM så snart revisjonsberetningen er mottatt utsteder.*

## 4.9 Unntak fra regnskapsrapportering for lån med pålydende under 100 000 euro

Det følger av gjeldende pkt. 3.4.5 (2) at Nordic ABM kan gjøre unntak fra kravet til å utarbeide årsrapport og halvårsrapport der låntager bare utsteder lån hvis pålydende verdi er minst 100 000 euro. Dette skillet følger av (speiler) verdipapirhandelloven hvor kravet til å utarbeide finansiell informasjon gjelder kun for lån med pålydende mindre enn 100 000 euro (som anses å være rettet mot "ikke-profesjonelle" investorer).

ABM har en streng praksis for å gi dispensasjon fra halvårsrapport. I de tilfellene slik dispensasjon innvilges, kan Børsen stille vilkår for slik dispensasjon.

Obligasjonslån som noteres er som oftest rettet mot profesjonelle investorer selv om pålydende per obligasjon er mindre enn 100 000 euro. Børsen har vedtatt å fjerne dette skillet i unntaksbestemmelsen, og i stedet la dette være en konkret vurdering ved en slik søknad om dispensasjon.

På denne bakgrunn er pkt. 3.4.5 (2) vedtatt til å lyde som følger:

*3.4.5 Unntak fra regnskapsrapportering*

*(2) Nordic ABM kan gjøre unntak fra pkt. 3.4.3 og 3.4.4.*

4.10 Unntak fra halvårsrapportering for kommuner og fylkeskommuner

Tilsvarende som endring vedtatt for obligasjonsreglene på børs, se omtale under pkt. 3.7 over.

Pkt. 3.4.5 (3) er vedtatt endret til å lyde som følger:

*3.4.5 Unntak fra regnskapsrapportering*

*(3) Nordic ABM kan gjøre unntak fra pkt. 3.4.4 for regional eller lokal myndighet i utenlandsk stat. Norske kommuner og fylkeskommuner er unntatt fra pkt. 3.4.4.*

4.11 Opplysning til børsen om avholdelse av obligasjonseiermøter

Tilsvarende som vedtatt endring for obligasjonsreglene på børs, se omtale under pkt. 3.9 over.

Pkt. 3.6.3 (4) er vedtatt endret til å lyde som følger:

*3.6.3 Obligasjonseiermøter*

*(4) Innkalling, dagsorden samt øvrige dokumenter som utsendes til obligasjonseierne i forbindelse med obligasjonseiermøte skal offentliggjøres senest samtidig med innkalling.*



## 2 OPPTAK TIL BØRSNOTERING

### 2.1 Nye selskaper i 2015

Selskaper som har søkt om notering og er vedtatt tatt opp i 2015:

Navn	Dato for vedtak i styremøte i Oslo Børs	Første noteringsdag
<b>OSLO BØRS</b>		
Team Tankers International Ltd*	29.01.2015	09.03.2015
Nordic Nanovector ASA	25.02.2015	27.03.2015
Thin Film Electronics ASA**	25.02.2015	27.02.2015
Knightsbridge Shipping Limited/ Golden Ocean Group	23.03.2015	01.04.2015
IDEX ASA**	29.04.2015	11.05.2015
Multiconsult AS	06.05.2015	22.05.2015
Sevan Drilling Ltd*	26.05.2015	30.06.2015
Schibsted ASA - B - aksjer	26.05.2015	12.06.2015
Europris ASA	12.06.2015	19.06.2015
Skandiabanken ASA	22.10.2015	02.11.2015
Kid ASA	28.10.2015	02.11.2015
Next Biometrics Group ASA**	09.12.2015	17.12.2015
<b>OSLO AXESS</b>		
Hugo Games A/S	26.05.2015	26.06.2015
Vistin Pharma ASA	26.05.2015	10.06.2015
Pioneer Property Group ASA	17.06.2015	19.06.2015

\* Domisilskifte

\*\* Overføring fra Oslo Axess

### 2.2 Opptakspraksis

#### 2.2.1 Unntak fra krav i løpende forpliktelser pkt. 11.4 første ledd vedrørende opptak til notering av nye aksjer – Eitzen Chemical (e-post av 15.01.2015)

Løpende forpliktelser (LF) pkt. 11.4 inneholder bestemmelser om opptak av aksjer til notering ved kapitalendringer. Det følger av bestemmelsens første ledd andre punktum at «Opptak til notering skal skje uten ugrunnet opphold etter registrering av kapitalforhøyelsen». Det følger videre av bestemmelsen tredje punktum at «Børsen kan gjøre unntak fra annet punktum.»

Det søkes om unntak fra bestemmelsen for nye aksjer som utstedes i forbindelse med gjeldskonvertering i Eitzen Chemical, planlagt gjennomført 20. januar 2015. Aksjeutstedelsen vil etter det som er opplyst innebære en utvanning på 98 % i forhold til dagens kapital. Etter at konvertering er gjennomført vil et datterselskap, Team Tankers International registrert på Bermuda, fremme et frivillig tilbud med vederlag i aksjer.

Siden Eitzen Chemical etter det som er opplyst skal avnoteres etter gjennomføringen av det frivillige tilbudet og aksjene som utstedes i forbindelse med gjeldskonverteringen ikke skal handles før dette tidspunktet, gir børsen unntak fra LF 11. 4 1. ledd andre punktum. Unntaket er gitt under forutsetning av at disse aksjonærene gir forhåndssamtykke til at aksjene ikke kan handles før det

frivillige tilbudet er gjennomført eller kansellert, samt at aksjene settes på eget ISIN fra konverteringen er gjennomført.

Det er opplyst at forhåndsakseptene forutsetter at det frivillige tilbudet er gjennomført innen 15. mars 2015. Dersom det frivillige tilbudet blir kansellert bes Oslo Børs om å bli orientert for å ta stilling til om unntaket fra LF 11.4 kan opprettholdes.

Vi vil også minne om at straks konverteringen er registrert i Foretaksregisteret, så må dette børsmeldes og meldingen må inneholde informasjon om at aksjene ikke skal handles. For øvrig vises det til LF pkt. 11.4.3 ledd.

## **2.2.2 Redegjørelse for fortsatt notering – Nio Inc. (e-post av 12.03.2015)**

Jeg viser til redegjørelse for fortsatt notering datert 19. februar 2015 og utkast til informasjonsdokument/tilsvarende dokument som ble oversendt til børsen 9. mars. Jeg viser dessuten til vår telefonsamtale 4. mars 2015.

Etter å ha gjennomgått den mottatte dokumentasjonen om ervervet av Gaming Innovation Group Ltd har børsen besluttet å pålegge Nio Inc. å sende inn et dokument som innholdsmessig tilfredsstillende kravene til børsøknad, jf. opptaksreglene punkt 3.4. Børsen har videre besluttet å kreve at det skal gjennomføres juridisk og finansiell due diligence iht opptaksreglene pkt. 3.2. Det legges i utgangspunktet opp til administrativ behandling, men var tar forbehold om at det kan bli aktuelt med børsstyrebehandling av vedtak om fortsatt notering.

Vi legger til grunn at dokument som innholdsmessig tilfredsstillende kravene til børsøknad oversendes i løpet av de neste 4 ukene, med etterfølgende møte med dd-rådgiverne. Etersom selskapet pålegges en tilnærmet ordinær opptaksprosess vil det iht børsens prisliste påløpe full introduksjonsavgift.

## **2.2.3 Opptaksreglene punkt 2.4.5 - stemmerett for aksjene – Multiconsult ASA (vedtak av 06.05.2015)**

*Søknad om notering på Oslo Børs av norsk ASA med stemmerettsbegrensning i vedtektene. Stemmerettsbegrensningen medfører at ingen aksjonær kan stemme for mer enn 25 % av aksjene utstedt i selskapet, uavhengig av eierandel. Selskapets søknad om børsnotering ble godkjent under forutsetning av at selskapet før første noteringsdag offentliggjør børsmelding hvor stemmerettsbegrensning på 25 % beskrives.*

Multiconsult ASA søkte om opptak til notering på Oslo Børs 4. mai 2015. Det fremgikk av vedtektene til selskapet at ingen kunne stemme for mer enn 25 % av stemmene på generalforsamling, uavhengig av eierandel i selskapet. Børsstyret fattet følgende vedtak 6. mai 2015:

Styret ved Oslo Børs har i dag vedtatt å ta aksjene i Multiconsult AS opp til notering på Oslo Børs.

Det forutsettes at selskapet før første noteringsdag:

- oppfyller kravet til antall aksjeeiere slik det fremgår av opptaksreglene pkt. 2.4.2
- oppfyller kravet til selskapsform slik det fremgår av opptaksreglene pkt. 2.1.1
- oppfyller kravet til registrering i verdipapirregister slik det fremgår av opptaksreglene pkt. 2.4.7
- offentliggjør godkjent prospekt
- offentliggjør børsmelding hvor stemmerettsbegrensning på 25 % beskrives

Dersom kravet til antall aksjeeiere ikke er oppfylt tas selskapet opp til notering på Oslo Axess, forutsatt at axessreglenes opptaksvilkår pkt. 2.4.2 og øvrige vilkår er oppfylt. Børsdirektøren gis fullmakt til å avgjøre notering på Oslo Børs eller Oslo Axess samt fastsette første noteringsdag, senest 19. juni 2015.

#### **2.2.4 Opptak til notering av tegningsretter – Vistin Pharma ASA (e-post av 13.05.2015)**

*Søknad om notering av tegningsretter hvor underliggende aksje ikke er tatt opp til notering på regulert marked. Oslo Børs mottok søknad om notering av tegningsretter utstedt til aksjonærer i Weifa ASA («Weifa»), med rett til å tegne aksjer i emisjon i Vistin Pharma ASA («Vistin»). Vistin hadde på daværende tidspunkt søkt om notering på Oslo Axess, men søknaden var ikke behandlet i børsstyret.*

##### E-post fra Oslo Børs 13.05.2015:

Det vises til e-post av 24. april 2015 der søknad for notering av retter til aksjer, samt prospektutkast i forbindelse med den planlagte transaksjonen ble oversendt.

Forslag til ticker for rettene er følgende: VISTIN T

Vi henviser til tidligere muntlig dialog i saken, hvor vi blant annet har gitt tilbakemelding om at rettene kan tas opp til notering under forutsetning av at det før notering offentliggjøres en børsmelding hvor risiko og konsekvenser av at notering på Oslo Axess ikke gjennomføres beskrives, herunder en angivelse av forventede noteringsforutsetninger.

[...]

I tillegg til at vi ber om at risiko beskrives i børsmelding som nevnt under, ber vi om samme børsmeldingen inneholder en henvisning til tidligere informasjon gitt av Weifa (på Newsweb) som er relevant for transaksjonen, herunder prising av Vistin Pharma ASA. Det bekreftes at dette er inntatt i meldingen.

[...]

### 3 STRYKNING/SUSPENSJON

#### 3.1 Selskaper som er strøket fra notering

Navn	Vedtaksdato	Siste noteringsdag
<b>OSLO BØRS</b>		
Northland Resources SE	15.01.2015	19.01.2015
Hurtigruten ASA	09.02.2015	10.02.2015
Eitzen Chemical ASA**	19.03.2015	19.03.2015
Vizrt Ltd.	26.03.2015	26.03.2015
Eltek ASA	22.04.2015	22.04.2015
Rocksource ASA	04.06.2015	08.06.2015
Repant ASA	23.06.2015	25.06.2015
Sevan Drilling ASA**	25.06.2015	29.06.2015
Northern Offshore LTD	07.08.2015	10.08.2015
REC Solar ASA	28.08.2015	28.08.2015
Evry ASA	29.10.2015	30.10.2015
Dolphin Group ASA	22.12.2015	28.12.2015
Golden Ocean *	-	01.04.2015
<b>OSLO AXESS</b>		
CellCura ASA	23.02.2015	24.02.2015
Thin Film Electronics ASA***	25.02.2015	26.02.2015
Dannemora Mineral AB	30.03.2015	08.04.2015
Prospektor Offshore Drilling S.A	10.04.2015	13.04.2015
IDEX ASA***	29.04.2015	08.05.2015
Cecon ASA	07.09.2015	09.09.2015
Eqology ASA	08.10.2015	08.12.2015
Zoncolan ASA	10.11.2015	30.12.2015
Next Biometrics Group ASA***	09.12.2015	17.12.2015

\* Opphørt å eksistere etter fusjon

\*\* Strøket i forbindelse med domsilskifte

\*\*\* Overført til Oslo Børs

#### 3.2 Stryknings saker

##### 3.2.1 Strykning fra notering - EVRY ASA - vedtak, beslutninger og rettsavgjørelser

Selskapet EVRY ASA («EVRY») ble i august 2015 vedtatt strøket fra notering med siste noteringsdag i slutten av oktober. Den største minoritetsaksjonæren i selskapet, Polygon Global Partners LLP («Polygon»), hevdet at vedtaket om strykning var ugyldig og tok derfor skritt for å utsette strykningen, dels gjennom anmodninger om utsettelse og dels gjennom begjæring om midlertidig forføyning for domstolene.

De tilhørende vedtak og avgjørelser er inntatt i denne dokumentsamlingen.

Nedenfor er det også inntatt en oppsummering av sakens hendelser:

#### Vedtak om strykning – Børsklagenemnden

Børsklagenemnden vedtok 24. august 2015 at EVRY skal strykes fra notering. Børsen fastsatte siste noteringsdag til 28. oktober 2015.

Vedtaket fra Børsklagenemnden om strykning er inntatt i pkt. 3.2.1.1.

#### Anmodning om oppsettende virkning (utsatt iverksettelse) – Børsklagenemnden

Polygon, den største minoritetsaksjonæren, anmodet om at nemndens vedtak om strykning gis oppsettende virkning (utsatt iverksettelse) i påvente av søksmål med påstand om at vedtaket er ugyldig.

Børsklagenemnden konkluderte med at Polygon som aksjonær har rettslig klageinteresse i å anmode om utsatt iverksettelse av vedtaket, og fremmet derfor saken til realitetsbehandling.

Børsklagenemnden besluttet 2. oktober 2015 å ikke ta anmodningen om utsatt iverksettelse til følge.

Beslutningen fra Børsklagenemnden om utsatt iverksettelse er inntatt i pkt. 3.2.1.2.

#### Midlertidig forføyning – Oslo byfogdembete

Polygon fremmet en begjæring om midlertidig forføyning for Oslo byfogdembete med påstand om at Oslo Børs forbyr å stryke EVRY fra notering inntil Oslo tingrett har avsagt dom om gyldigheten av Børsklagenemndens vedtak om strykning.

Oslo byfogdembete avsa kjennelse 27. oktober 2015 der begjæringen fra Polygon om midlertidig forføyning ikke ble tatt til følge.

Kjennelsen fra Oslo byfogdembete om midlertidig forføyning følger vedlagt (vedlegg 1).

#### Anmodning om utsettelse – Oslo Børs

Polygon anmodet i brev 28. oktober om at Oslo Børs utsetter strykning / iverksettelse i påvente av ankebehandling av kjennelsen fra Oslo byfogdembete. Oslo Børs hadde muntlig kontakt med sekretariatet for Børsklagenemnden som opplyste at nemnden ikke vil behandle anmodningen. Oslo Børs behandlet derfor anmodningen og besluttet å utsette strykningen med to dager – dvs. med siste noteringsdag 30. oktober.

Beslutningen fra Oslo Børs om utsettelse i to dager er inntatt i pkt. 3.2.1.4.

Polygon anmodet 30. oktober om ytterligere utsettelse. Denne ble avslått og Polygon ble strøket fra notering med siste noteringsdag 30. oktober.

#### Anke – Borgarting lagmannsrett

Polygon anket kjennelsen fra Oslo byfogdembete til Borgarting lagmannsrett. Påstanden var nå endret til at Oslo Børs skulle gjenoppta EVRY til notering. Lagmannsretten avsa kjennelse 17.

november 2005. Saken heves fordi den ikke hører under domstolene, ettersom EVRY er strøket fra notering.

Kjennelsen fra Borgarting lagmannsrett følger vedlagt (vedlegg 2).

### Anke – Høyesterett

Polygon anket kjennelsen fra lagmannsretten til Høyesterett. Anken gjelder kjennelsen om heving av saken. Høyesteretts ankeutvalg avsa kjennelse der anken forkastes under henvisning til at lagmannsrettens kjennelse bygger på riktig lovforståelse.

Kjennelsen fra Høyesteretts ankeutvalg følger vedlagt (vedlegg 3).

### **3.2.1.1 Børsklagenemndens sak 1/2015: Klage over Oslo Børs ASAs vedtak om å avslå søknad om strykning av EVRY ASA fra notering på Oslo Børs**

Avgjørelse 24. august 2015 av klage fra EVRY ASA over Oslo Børs ASAs vedtak 15. juni 2015 om å avslå søknad om strykning av EVRY ASA fra notering på Oslo Børs med hjemmel i børsloven § 25, jf. løpende forpliktelser punkt 15.1 fjerde ledd.

#### 1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Oslo Børs ASA («Oslo Børs» eller «børsen») fattet 15. juni 2015 vedtak med slik konklusjon:

Søknad fra EVRY ASA om strykning av selskapets aksjer fra notering på Oslo Børs avslås.

EVRY ASA («EVRY eller «selskapet») påklaget vedtaket i brev 29. juni 2015. Klagen er rettidig fremsatt.

Oslo Børs har ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble ved brev 27. juli 2015 oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjetten ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte. Ved behandlingen deltok Liv Gjølstad (leder), Espen Klitzing, Christian Lund, Andre Michaelsen og Bernt Zakariassen.

#### 2. Om selskapet

EVRY har vært notert på Oslo Børs siden 1999. Selskapet er ikke notert på annen markeds plass. EVRY er et av Nordens ledende IT-konsern. EVRY har hovedkontor i Oslo, om lag 10 000 ansatte og en årlig omsetning på ca. 13 milliarder kroner.

#### 3. Sakens bakgrunn

EVRY har i løpet av første halvår 2015 vært gjenstand for et oppkjøp. Lyngen Bidco AS («Lyngen») fremmet i desember 2014 et frivillig tilbud. Lyngen er eid av Apax, et ledende private equity selskap. Gjennom det frivillige tilbudet ervervet Lyngen i midten av mars 2015 ca. 88 % av aksjene i EVRY. Lyngen fremmet deretter pliktig tilbud. Tilbudsperioden løp ut i begynnelsen av mai 2015. Relativt liten andel av aksjene ble kjøpt gjennom det pliktige tilbudet.

23. mars 2015 ble det avholdt generalforsamling i selskapet der det blant annet ble vedtatt at selskapet skal søke om strykning fra notering på Oslo Børs.

*Nærmere om generalforsamlingen 23. mars 2015:*

Som følge av begrensningen i verdipapirhandelloven § 6-8, 5. ledd, kunne Lyngen kun stemme for inntil 1/3 av selskapets totale aksjer i generalforsamlingen 23. mars 2015. Slikt pliktig tilbud ble fremmet av Lyngen 27. mars 2015.

37,76 % av stemmeberettiget kapital var representert på generalforsamlingen, hvorav Lyngen da kunne stemme for 33,33 %.

Følgende aksjonærer stemte for strykning.

- Lyngen Bidco AS (89.112.993 aksjer)
- Klas Forslund (1.527 aksjer)
- Arvid Hefte (88 aksjer)
- Dariush Massoumi (785 aksjer)

Følgende aksjonærer stemte mot forslaget om strykning:

- Polygon European Equity Opportunity (7.711.296 aksjer)
- Blackwell Partners (4.105.807 aksjer)

Selskapet har redegjort for at andel stemmer for strykning ville vært 95,21 % av fremmøtt kapital hvis Lyngen kunne stemt for alle sine aksjer.

*Søknad om strykning:*

Selskapet har i søknaden om strykning 21. mai 2015 gitt følgende hovedbegrunnelse for å søke om strykning av selskapets aksjer:

- Selskapet er ikke lenger egnet for notering
- Selskapet har en stor aksjonær som eier 88 % av aksjene og stemmene. Det er ikke utsikt for ytterligere spredning av aksjene.
- Generalforsamlingen har vedtatt å søke om strykning. Kun to aksjonærer stemte i mot forslaget. Disse er institusjonelle aksjonærer som ikke har samme behov for notering som mindre aksjonærer.
- Selskapet har ikke behov eller intensjon om bruk av notering for tilgang til kapital
- Det er begrenset likviditet i selskapets aksjer noe som ytterligere reduserer behovet for notering og som kan resultere i insuffisient prising hvor potensielt små handelsvolumer kan påvirke aksjeprisen.
- Selskapet følges ikke av analytikere og er gjenstand for liten eller ingen interesse i kapitalmarkedet.
- Aksjonærene er gitt en exit mulighet gjennom det frivillige tilbudet og det pliktige tilbudet som Lyngen har gjennomført.
- Antall aksjonærer i selskapet er betydelig redusert sammenlignet med situasjonen før oppkjøpet.

*Mottatt informasjon fra aksjonærer og Aksjonærforeningen:*

Børsen har mottatt korrespondanse fra Polygon Global Partners LLP:

- 20.03.2015 – Brev. Opplyser at Polygon Global Partners er aksjonær med 4,4 % eierandel, kommenterer blant annet at styrevalg ikke er i samsvar med NUES anbefalingen og det understrekes betydningen av at selskapet opprettholder noteringen for å sikre rettfærdig behandling av minoritetsaksjonærene.
- 27.03.2015 - Brev. Kommenterer blant annet prisen i tilbudet, at det var betydelig motstand mot strykning i generalforsamlingen, Apax sin opptreden, og det argumenteres mot strykning av selskapet fra notering.

- 29.04.2015 – Brev. Opplyser at de har engasjert Computershare til å foreta undersøkelser blant aksjonærene vedrørende deres syn på strykning fra notering. Det opplyses at av 1,212 EVERY aksjonærer som ble stilt spørsmålet om strykning i perioden 16. – 28. april 2015, svarte 208, hvorav 200 var imot strykning og 8 for. En bekreftelse fra Computershare på dette var vedlagt brevet.
- 04.05.2015 - Epost. Det opplyses at totalt 273 aksjonærer har gitt respons til Computershare hvorav 258 opponerer med strykning mens 15 er for.
- 26.05.2015 – Epost. Det opplyses at det er 650 minoritetsaksjonærer i selskapet, og at av disse har 205 besvart Computershare, hvorav 201 er imot strykning.

Børsen er i tillegg kopimottaker av epost fra Aksjonærforeningen ved Bernt Bangstad til EVERY ved styreleder Jo Lunder datert 20.05.2015. Eposten inneholder kopi av Aksjonærforeningens forespørsel til EVERY datert 19. mai 2015, med spørsmål om feilaktig informasjon i innkalling til generalforsamling om hvilken valgkomite som foreligger.

#### 4. Rettslig grunnlag

Det følger av børsloven § 25 første ledd:

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

Videre heter det i løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper av juli 2013 punkt 15.1 fjerde ledd

(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

Børsen fattet 15. juni 2015 vedtak som referert under punkt 1.

##### 5.1 Rettslig utgangspunkt

Det rettslige utgangspunkt for børsens vedtak er i hovedtrekk beskrevet som følger:

Når det gjelder det rettslige vurderingstemaet ved strykning etter søknad fra notert selskap vises det til Børsens redegjørelse i sak «24seven Technology Group ASA – avslag på søknad om strykning av selskapets aksjer fra notering på Oslo Axess (vedtak av 21.03.2013)» (inntatt i Vedtak & Uttalelser 2013 s. 56) pkt. 4.2.1.

Bestemmelsen om strykning i børsloven § 25 første ledd er fra 2007. Som det fremkommer av Børsens vedtak vedr. 24seven er praksis fra tiden før dette relevant.

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 minoritetsaksjonærenes interesse i fortsatt notering. Børsens praksis har vært streng i den forstand at hensynet til minoritetsaksjonærene og de ulemper



en strykning vil medføre for disse tradisjonelt har blitt tillagt relativt mye vekt. Også hensynet til markedets integritet og tillit, har blitt tillagt vekt i vurderingen av om en søknad om strykning skal etterkommes. I den sammenheng har manglende oppfyllelse av noteringsvilkår blitt ansett som ett av flere relevante momenter i totalvurderingen når søknad om strykning vurderes.

## 5.2 Vurdering

### *Selskapets interesse*

Børsen viser til at selskapets søknad om strykning har sitt grunnlag i generalforsamlingsvedtak fra 23. mars 2015, at det av selskapets søknad fremgår at det kun var to aksjonærer som stemte mot strykning på generalforsamlingen, og at disse antas å være profesjonelle aktører. Børsen gir uttrykk for at det ved tidligere strykningsaker er lagt noe vekt på hvilken type aksjonærer som stemmer mot strykning.

Børsen påpeker at deltakelsen på generalforsamlingen var lav – 6 aksjonærer avga stemmer – og at det utfra den lave deltakelsen på generalforsamlingen er vanskelig å konstatere hverken tydelig støtte eller motstand blant minoritetsaksjonærene.

Børsen viser videre til at det i innkallingen ikke er gitt noen nærmere begrunnelse eller redegjørelse for konsekvenser av evt. strykning.

Børsen finner at den aktivitet som er gjennomført via Computershare i etterkant av generalforsamlingen vanskelig kan tillegges særlig vekt, «da aksjonærer som ønsker å uttrykke sin støtte eller motstand om spørsmålet om strykning må forventes å gjøre dette gjennom selskapets generalforsamling».

Børsen uttaler følgende om likviditeten i aksjen:

Selv om likviditeten er lav, er den ikke i noen særstilling sammenlignet med andre selskaper notert på Oslo Børs. Lyngen eier 88 % av aksjene i selskapet. Per 19. mai var 641 registrerte minoritetsaksjonærer i VPS, og 375 av disse har aksjer for en verdi over NOK 10.000. Selskapet oppfyller således ikke kravene til spredning og antall aksjeeiere i opptaksreglene, men selskapet må anses å fortsatt ha en forholdsvis spredt eierstruktur. Markedsverdien av Selskapet er i dag ca. NOK 4,1 milliarder. Selskapets markedsverdi ligger derved langt over minstekravet for notering på Oslo Børs (NOK 300 millioner), og sammenholdt med den relativt spredde eierstrukturen bør det kunne være like gode muligheter for likviditet i aksjen som mange andre selskaper notert på Oslo Børs. I perioden 11.05.2015 til 11.06.2015 har det vært omsatt 90.075 aksjer til en samlet verdi av NOK 1.333.104. Volumvektet snittkurs for perioden (vwap) er NOK 14,79. Med unntak av noen minutter enkelte dager har det kontinuerlig ligget ordrer (kjøper og selger ordre) i ordreboken som har dannet et prisbilde for aksjen. Spread (differansen i ordreboken mellom beste kjøper og selger) har i perioden hovedsakelig ligget rundt 0,6 kr eller lavere. Totalt har 15 medlemmer deltatt i gjennomføring av handler. Høyeste og laveste kurs i perioden har vært henholdsvis NOK 15,50 og NOK 14,40. Volumet i aksjen har et daglig gjennomsnitt på 4.094 aksjer tilsvarende NOK 60.595.

Børsen legger til grunn at selskapet ikke er i brudd med andre opptakskrav enn kravene til fri flyt og spredning, og viser til at det er en rekke selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess som etter notering har endringer i eierstruktur som medfører at disse opptakskravene ikke er oppfylt. Børsen gir uttrykk for at likviditeten i selskapet er lav, men den er ikke så lav at dette i seg selv medfører at selskapet ikke er egnet for notering. Børsen mener det ikke foreligger opplysninger som tilsier at det

foreligger vesentlig brudd på løpende forpliktelser eller forhold som skulle medføre at selskapet ikke er i stand til å ivareta sine forpliktelser som et børsnotert selskap.

Børsen viser til at den har innvilget strykning i tre saker med relativt lik prosentvis stemmefordeling for/mot strykning, henholdsvis Kristiansand Dyrepark ASA (85 % / 15 %) [Vedtak og Uttalelser 2004 s. 63], Fosen ASA (87,6 % mot 12,4 %) [Vedtak og Uttalelser 2008 s. 26] og Norman ASA (87,57 % mot 12,43 %) [Vedtak og Uttalelser 2009 s. 46]. Børsen gir uttrykk for at det i alle disse sakene også var andre forhold som tilsa strykning og som ble tillagt vesentlig vekt, herunder at selskapet hadde gjennomgått store endringer som resulterte i brudd på noteringsvilkår, fastlåst eierkonstellasjon, forutgående oppkjøpstilbud, fusjon betinget av strykning mv. I børsstyrets sak om Kosmos AS [Vedtak av 30. april 1991] ble strykning derimot nektet til tross for at selskapets generalforsamling hadde vedtatt å sende slik søknad med 88 % og mot 12 % av stemmene, og til tross for at selskapet var i brudd med opptakskrav. Samtlige tilstedeværende minoritetsaksjonærer stemte der mot strykning. Selskapet hadde over 5.000 aksjonærer, hvorav 495 børsposteiere.

Det er børsens vurdering at det i tilfeller hvor selskapet ikke kan vise til at selskapet har gjennomgått endringer som resulterer i brudd på noteringsvilkår eller tilsvarende særlige omstendigheter, skal mer til for å etterkomme søknad om strykning. Bakgrunnen for dette er ifølge børsen at en strykning her vil være mindre påregnelig for aksjonærer som har investert i selskapet. I slike tilfeller vil det etter børsens vurdering være særlig viktig å se hen til minoritetsaksjonærenes interesse i fortsatt notering.

#### *Minoritetsaksjonærenes interesse*

Børsen skriver at en strykning medfører at aksjonærene i selskapet mister den beskyttelse som ligger i børs- og verdipapirlovgivningen og tilsynet med dette, og at allmennaksjelovens regler om aksjonærbeskyttelse samlet sett er svakere. Børsen mener børs- og verdipapirlovgivningens regler om løpende og periodisk informasjonsplikt vil være av særlig nytte for minoritetsaksjonærene i en situasjon der det foretas endringer i selskapet initiert gjennom ny hovedeier. Børsen viser videre til at aksjonærene vil miste det organiserte handelsapparat og gjennomlysning av handelen som notering medfører, at strykning vil kunne medføre en ulempe for aksjonærene ved at det må forventes likviditeten reduseres ytterligere, og at aksjonærer kan ha offentlige eller interne regler som forhindrer dem i å eie unoterte aksjer.

Børsen opplyser at den i sakene om strykning av Kristiansand Dyrepark ASA og Fosen ASA har uttalt at institusjonelle investorer bør være i bedre stand til å gjøre sine rettigheter som minoritetsaksjonærer gjeldende også dersom selskapet skulle bli strøket fra notering, herunder slik at hensynet til de institusjonelle aksjonærene ikke ble tillagt avgjørende vekt i de aktuelle sakene. Ifølge børsen kan imidlertid ikke dette utgangspunktet innebære at det på generelt grunnlag skal ses bort i fra den institusjonelle investorens interesse i fortsatt notering, selv om hensynet til disse tillegges noe mer begrenset vekt enn for øvrige, mindre profesjonelle investorer.

Børsen viser til at det er gjennomført et frivillig tilbud og et pliktig tilbud, og at aksjonærene således har hatt en mulighet til å få en exit fra sin investering i selskapet. Børsen anfører videre at aksjonærene gjennom uttalelsene om tilbudene fra SEB, som uavhengig sakkyndig, har fått tilgang til ekstern vurdering av tilbudet, og at selskapets aksjonærer har full anledning til å velge å avslå de fremsatt tilbudene, noe et betydelig antall aksjonærer har gjort. Børsen skriver imidlertid at:

EVERY har et betydelig antall aksjonærer. Per 19.05.2015 hadde selskapet totalt 651 registrerte aksjonærer (inklusive forvalterkontoer). Av disse eier 266 aksjonærer aksjer for samlet verdi over NOK 10.000 (basert på kurs NOK 15 den 19. mai). Totalt utgjør verdien av aksjene som ikke er eid av Lyngen om lag NOK 480 millioner. Både antallet aksjonærer i seg selv og antallet aksjonærer som har investeringer av en viss størrelse, tilsier at EVERY ikke bør

strykes fra notering. Situasjonen for et betydelig antall småaksjonærer vil forverres dersom EVRY strykes fra notering. Hensynet til markedets tillit og integritet tilsier også varsomhet i forhold til strykning når eierskapet er såpass spredt.

Basert på samlet vurdering av de grunner som taler for strykning opp mot minoritetsaksjonærenes interesser, finner børsen etter dette ikke å kunne etterkomme søknaden om strykning. Børsen viser «i den forbindelse særlig til det relativt store antall aksjonærer i Selskapet som har valgt å ikke selge sine aksjer til Lyngen. Interessene til disse vil bli best ivaretatt gjennom fortsatt notering». Børsen opplyser at «[d]et er sett hen til den andel av aksjene som stemte mot forslaget om strykning (88,29 % av de avgitte stemmer for strykning, 95,21 % dersom største aksjonær kunne stemme for alle sine aksjer)».

Børsen uttaler videre at «Strykning fra selskapets side kan ikke her begrunnes i brudd på noteringsvilkår eller andre særlige omstendigheter» og at «[e]tter børsens vurdering ville det ikke være forenelig med lovens kriterier for strykning, slik disse fremgår av børsloven § 25, og børsens praksis i tilknytning til strykningsreglene og den skjønsmessige vurdering disse legger opp til, å etterkomme søknad om strykning i nærværende sak».

## 6. Klagers anførsler

Selskapet ber i klagen 29. juni 2015 om at vedtaket omgjøres, og at selskapets søknad om strykning fra Oslo Børs innvilges. Selskapets anførsler i klagen er i hovedtrekk som følger:

### 6.1 Rettslige forhold

Klager skriver at det i tråd med tidligere børslov er fastsatt i Oslo Børs' regler en særskilt bestemmelse om strykning etter initiativ fra selskapet, jf. løpende forpliktelser pkt. 15.1 fjerde ledd og viser til at bestemmelsen opprinnelig kom inn i børsloven av 1988. Klager siterer fra forarbeidene til bestemmelsen (NOU 1985:33 s. 80 og 118), og anfører at det ikke er vedtak som fraviker mønsteret angitt i disse forarbeidene, før børsens avslag på søknad fra EVRY.

### 6.2 Faktiske forutsetninger for vedtaket

Klager anfører at børsens vedtak på de avgjørende punktene må anses å være basert på feilaktig eller misvisende grunnlag.

Klager mener for det første at det ikke er korrekt når det legges til grunn at stemmefordelingen var relativt lik på generalforsamlingen i EVRY sammenholdt med sakene vedrørende Kristiansand Dyrepark ASA, Fosen ASA og Norman ASA, og viser til at i «alle disse sakene stemte ca. 85 % for strykning, mot reelt 95 % i EVRY».

For det andre hevder klager at det ikke er korrekt at det for EVRY ikke foreligger slike *andre forhold* som skulle tilsi strykning på lik linje med de tre nevnte sakene, men at «[t]vert i mot, det foreligger klart nok både "forutgående oppkjøpstilbud" og "fastlåst eierkonstellasjon"». Klager viser herunder til at minoritetsaksjonærene har fått to tilbud om å selge seg ut, både et frivillig og et pliktig tilbud, og at som følge av dette eies nå 88 % av aksjene i EVRY av selskapets største aksjonær og 11,7 % av de seks neste aksjonærene på listen, som alle er institusjonelle investorer eller forvalterkontoer. Klager skriver at «[r]ealiteten er at eierkonstellasjonen er mer fastlåst enn i noen av de tidligere saker børsen viser til» og at «[n]år børsen påpeker at det i tidligere saker blant annet har foreligget "fusjon betinget av strykning" som et annet forhold som tilsa strykning i tidligere saker antar vi at dette referer seg til Fosen-saken, og påpeker at det her uttrykkelig fremkommer av børsens vedtak at

strykningsvedtaket ikke var betinget av at fusjonen ble gjennomført, jf. Vedtak og uttalelser 2008 s. 26 (noe den heller ikke ble)».

For det tredje er det i følge klager ikke korrekt når Oslo Børs legger til grunn at 6 % av aksjene i selskapet eies av ca. 650 gjenværende minoritetsaksjonærer med spredt eierskap. Klager viser herunder til at av de 649 gjenværende minoritetsaksjonærer, som til sammen eier 12 % av aksjene i selskapet, eier seks registrerte aksjonærer ca. 11,7 % av aksjene i selskapet. Ser man bort fra disse relativt store institusjonelle eierne, er det ifølge klager kun 0,3 % av aksjene i selskapet som er spredt på gjenværende 643 aksjonærer.

### 6.3 Strykningsvurderingen

#### *Utgangspunkt*

Klager anfører at utgangspunktet, som angitt i børsens løpende vilkår punkt 15.1, er at et selskap kan søke strykning når generalforsamlingen har vedtatt dette med flertall som for vedtektsendring. Ifølge klager oppstår spørsmålet om børsens skjønnsmessige vurdering av strykning etter søknad fra selskapet i bredden av situasjoner, fra tilfeller der én eller flere aksjonærer sammen klarer å etablere et slikt kvalifisert flertall på generalforsamlingen, og inntil tilfeller der én enkelt aksjonær har en eierandel på 90 % og kan tvangsinnløse minoritetsaksjonærene. Klager viser til at EVRY befinner seg i det aller øverste sjiktet av denne skalaen, ved at Lyngen alene har en eierandel på 88 %, tett inntil tvangsinnløsningsterskelen, og anfører at «[p]å denne bakgrunn fremstår det i utgangspunktet som lite naturlig å legge et strengt skjønn til grunn for strykningsvurderingen».

Ifølge klager er det, basert på praksis, normalt tre elementer som vektlegges i børsens strykningsvurdering – selskapets ønske om å bli strøket, selskapets manglede oppfyllelse av opptaksvilkår og minoritetsaksjonærenes interesse i fortsatt notering.

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

Klager viser til at selskapets ønske om å bli strøket er uttrykt ved strykningssøknaden fra styret, vedtatt med støtte fra selskapets generalforsamling.

Når det gjelder tidspunktet for generalforsamlingen, skriver klager at dette ble «fastsatt med bakgrunn i at selskapet som følge av oppkjøpet måtte refinansieres» og at Lyngen gjennom oppkjøpet hadde fått en eierandel på 88%, og hadde til hensikt å ta initiativ til strykning av selskapet «var tydelig kommunisert i både frivillig tilbudsdokument og innkalling til generalforsamling». Slik klager ser det hadde det dermed ingen betydning for generalforsamlingens behandling av strykningsspørsmålet at det pliktige tilbudet ennå ikke var gjennomført.

Ved vurderingen av hvilken støtte beslutningen om å søke om strykning hadde i selskapets aksjonærmasse, må det relevante ifølge klager være å se på «hvilket flertall som ble oppnådd når samtlige av Lyngens aksjer tas med i beregningen. Vedtaket om å søke strykning er reelt sett fattet med 95,21 % av stemmene og den representerte aksjekapitalen på generalforsamlingen, mot kun 4,79 %». Klager tilføyer at de er «under enhver omstendighet ikke kjent med relevant praksis der en strykning har vært nektet når generalforsamlingens beslutning har vært truffet med tilsvarende flertall».

Klager nevner at også i antall aksjonærer som stemte for en strykning var det flertall, da fire aksjonærer stemte for, herunder tre små minoritetsaksjonærer, og kun to aksjonærer stemte mot, nemlig de institusjonelle investorene Polygon European Equity Opportunity og Blackwell Partners.

Klager viser til børsens anførsel om at «[u]t fra den lave deltakelsen på generalforsamlingen er det vanskelig å konstatere hverken tydelig støtte eller motstand blant minoritetsaksjonærene.» Dette blir

ifølge klager galt, fordi «[p]oenget er at det lave stemmetallet viser at det ikke var noen tydelig motstand mot strykning fra minoritetsaksjonærene. Det samme illustreres til overmål av det faktum at de tre minoritetsaksjonærene som faktisk avga stemme, stemte for strykning». Ifølge klager har vurderingen i tidligere praksis vært hvorvidt generalforsamlingsresultatet indikerer en vesentlig motstand fra minoriteten i selskapet. Som eksempel nevner klager børsens resonnementer i Norman ASA fra 2009 [Vedtak og uttalelser 2009 s. 46] der 15 aksjonærer stemte mot å søke om strykning og to stemte for, men børsen uttalte at det var rundt 350 aksjeeiere som ikke deltok på generalforsamlingen, og at det således ikke var grunnlag for å hevde at det forelå «et sterkt og bredt engasjement mot strykning blant de små minoritetsaksjonærene», og at selv om det i antall aksjonærer var flertall mot strykning, var antallet som stemte mot likevel lavt, både i absolutte tall og i eierandel. Klager skriver at «[t]ilsvarende synsmåter kan, enn mer, legges til grunn for strykningssøknaden fra EVRY».

Klager mener at forsøket Polygon har gjort på å dokumentere en etterskuddsvis motstand blant minoritetsaksjonærene ved undersøkelser gjennom Computershare kan «som børsen riktig påpeker» ikke tillegges vekt, herunder fordi «[a]ksjonærer i et børsnotert selskap må forventes å uttrykke en eventuell motstand mot strykning på selskapets generalforsamling, og ikke ved bruk av ulike former for "meningsmålinger" som ikke er etterprøvbare for hverken selskapet eller børsen».

#### *Manglende oppfyllelse av opptaksvilkår*

Klager viser til at selskapet etter gjennomføring av oppkjøpstilbudene fra Lyngen er i brudd med opptaksvilkårene til antall aksjonærer og 25 % spredning, og at [b]ørsen synes å anføre som et moment mot strykning at selskapet "*ikke er i brudd med andre opptaksvilkår*" enn disse.

Klager mener dette blir et «skjevt utgangspunkt for vurderingen» og at betydningen av i hvilken utstrekning et selskap er i brudd med opptaksvilkår, må vurderes ulikt avhengig av om det gjelder en strykning initiert av Oslo Børs, eller en strykning som er ønsket av selskapet. Ifølge klager vil ethvert brudd med opptaksreglene eller andre børsregler være relevant for en strykning initiert av Oslo Børs, mens det ved strykning ønsket av selskapet ikke kan være slik at selskapet kan styrke sin egen strykningssøknad gjennom å bryte opptaksreglenes krav om selskapsform, styresammensetning, ledelse, forsvarlig kapitalisering mv. eller løpende forpliktelser. Ifølge klager er derved i realiteten kun vilkårene om antall aksjonærer, spredning, regelmessig omsetning og markedsverdi som er relevante ved vurderingen av en strykningssøknad fra selskapet. Klager viser til at selskapet er i brudd på to av disse – antall aksjonærer og spredning, men oppfyller vilkåret til markedsverdi.

Klager viser til de refererte uttalelser i forarbeidene, og hevder at det særlig er brudd på lovbestemte opptaksvilkår, forankret i direktivforpliktelser «som hverken norske myndigheter eller Oslo Børs fritt kan fravike», som taler for å innvilge en strykningssøknad, mens vilkår oppstilt av børsen som utgangspunkt har mindre vekt. Klager viser til at det for opptak til børsnotering kun oppstilles fire vilkår i børsforskriften: Markedsverdi på over 8 millioner kroner, tre års historikk, fritt omsettelige aksjer og spredning på over 25 % blant allmennheten, jf. børsforskriften § 4. Ifølge klager antas tre års historikk og fritt omsettelige aksjer ikke å være relevant tema i strykningssaker, mens brudd på kravet om 25 % *spredning* må tillegges betydelig vekt.

Når det gjelder børsreglenes krav til *markedsverdi*, hevder klager at det på bakgrunn av forarbeidene har relativt mindre vekt i strykningsvurderingen, og at selskapets markedsverdi kun er et mål på selskapets størrelse, og ikke noe som medfører at selskapet nødvendigvis er mer eller mindre egnet for notering, «jf. bl.a. det faktum at det forskriftsbestemte minstekravet for notering er satt så lavt som 8 millioner kroner». Klager skriver at det «er da heller ikke noe i foreliggende kildemateriale som skulle tilsi en generelt høyere terskel for å stryke et stort selskap enn et lite selskap».

Klager viser til at opptaksreglenes krav til *antall aksjonærer* ikke er oppfylt, og mener dette taler for å innvilge strykningssøknaden, og «også er en medvirkende årsak til den svært lave likviditeten».

Når det særlig gjelder *regelmessig omsetning* er dette etter det klager kjenner til ikke praktisert som et selvstendig opptaksvilkår ved siden av kravet til spredning og aksjonærer, og heller ikke tillagt særlig vekt i tidligere strykningssøknader. Klager viser imidlertid til at det, som redegjort for i søknaden, er det «svært lav likviditet i EVERY-aksjen, og lavere enn det som var tilfelle i f.eks. Norman ASA-saken, der strykningssøknaden ble godkjent». Ifølge klager har den lave likviditeten kommet som direkte konsekvens av oppkjøpet og den eierkonstellasjon som har oppstått, og innebærer i seg selv en vesentlig endring.

#### *Hensynet til minoritetsaksjonærene*

Klager kan ikke se at hensynet til minoritetsaksjonærene taler tyngre mot strykning i denne saken enn i den rekke av de saker der Oslo Børs tidligere har innvilget strykning, snarere tvert i mot.

Klager påpeker før det første at andelen av selskapets aksjer som er spredt blant små minoritetsaksjonærer, utgjør kun ca. 0,3 % av selskapets aksjekapital. De aksjer som ikke eies av oppkjøper, eies dermed for det alt vesentlige av et fåtall store institusjonelle investorer. Det er disse institusjonelle investorenes eierandel alene som forhindrer EVERY fra å nå 90 % eierandel med mulighet for tvangsinnløsning, mens de aksjene som eies av de små minoritetsaksjonærene ikke har noen betydning. Klager viser til at det i flere tidligere avgjørelser er lagt til grunn at hensynet til slike aksjonærer tillegges mindre vekt enn hensynet til mindre minoritetsaksjonærer, herunder i strykningssaken vedrørende Kristiansand Dyrepark ASA og 24seven Technology Group ASA.

For det andre er det ifølge klager ingen grunn til at terskelen for å stryke et selskap med i overkant av 600 aksjonærer skal være høyere enn terskelen for å stryke et lite selskap med færre aksjonærer:

Rent faktisk vil det i et selskap med flere aksjonærer være større sannsynlighet for at minoritetsaksjonærer av et visst antall mobiliserer motstand på generalforsamlingen. Men når dette ikke skjer, kan vi ikke se at normen for å stryke skulle være høyere kun som følge av antallet aksjonærer, jf. at dette tallet typisk bare vil være relativt til størrelsen på selskapet som søker strykning. Som minoritetsaksjonær er de hensyn som taler for en børsnotering noenlunde like uavhengig av dette, og man kan like gjerne si at den beskyttelsen som ligger i en børsnotering er særskilt viktig for aksjonærene i et lite selskap med få aksjonærer. Under enhver omstendighet er ikke et antall aksjonærer på i overkant av 600 spesielt høyt, jf. eksempelvis at det for opptak til børsnotering oppstilles et minstekrav på 500 aksjonærer som eier aksjer for minst 10 000 kroner. Oslo Børs innvilget da også eksempelvis strykning både i sakene vedrørende Fosen ASA og Comrod Communications ASA, til tross for at antallet gjenværende aksjonærer var høyere enn i EVERY (hhv. 1345 og 734 aksjonærer). I Kosmos-saken var det som angitt over tale om over 5 000 aksjonærer. Til sammenligning er det ca 650 aksjonærer i EVERY, hvorav 263 eier aksjer for over 10 000 kroner. Før EVERY-saken synes antallet gjenværende minoritetsaksjonærer ikke å være tillagt avgjørende betydning med mindre disse har protestert aktivt mot strykning gjennom bruk av stemmerett på selskapets generalforsamling.

For det tredje viser klager til børsens utsagn i vedtaket punkt 6.2 om at børs- og verdipapirlovgivningens regler om løpende og periodisk informasjonsplikt vil være av særlig nytte for minoritetsaksjonærene i en situasjon der det foretas endringer i selskapet initiert gjennom ny hovedeier, og klager anfører at endringer i ledelsesstruktur og styre etter at et oppkjøp er gjennomført vanskelig kan tale mot strykning, da en ny hovedeier nesten alltid vil gjøre slike endringer. Ifølge klager vil det i henhold til børsens praksis og øvrige uttalelser snarere tale for strykning at det gjennomføres større endringer.

For det fjerde mener klager at mulighetene for ytterligere svekket likviditet i selskapet etter strykning ikke tilsier at strykning ikke skal innvilges, herunder fordi børsen i praksis har lagt til grunn at den eventuelle ulempe mindre likviditet medfører typisk vil tillegges mindre vekt i situasjoner der likviditeten i selskapet allerede er lav, hvilket ifølge klager klart er situasjonen for EVRY etter oppkjøpet.

For det femte taler det ifølge klager med styrke for en strykning at minoritetsaksjonærene har fått «svært gode muligheter til å selge aksjene i EVRY til en kurs som den helt dominerende del av aksjonærmassen har ansett som akseptabel». Klager viser herunder bl.a. til at søknaden om strykning er fremsatt i umiddelbar forlengelse av oppkjøpet fra Lyngen, og at dette oppkjøpet ble gjennomført etter en omfattende, strategisk salgs- og budprosess initiert av selskapets styre og dets tidligere hovedaksjonærer.

#### 6.4 Forholdet til tidligere praksis og konsekvenser av vedtaket

Klager anfører at børsens vedtak representerer et klart brudd med tidligere strykningspraksis, og at avstemmingsvedtaket og øvrige forhold som ligger til grunn for selskapets søknad synes å tale sterkere for strykning enn til sakene Kristiansand Dyrepark ASA, Fosen ASA og Norman ASA omtalt i børsens vedtak. Klager viser til at den normen børsen har etablert gjennom nevnte tre sakene, og i hvilke situasjoner den kommer til anvendelse, ble oppsummert i den første saken om 24Seven Technology Group ASA fra 2013 [Vedtak og uttalelser 2013 s. 56], der selskapet ble nektet strykning, og klager skriver følgende:

Det prosentvise flertallet som stemte for strykning i 24Seven Technology Group ASA-saken var sammenlignbart med de nevnte tre sakene. Det hadde imidlertid ikke vært noe foregående oppkjøpstilbud eller andre større endringer forut for søknaden. Selskapet var heller ikke i brudd med noen sentrale noteringsvilkår. Børsen påpekte i den forbindelse at det i slike tilfeller skal mer til for å etterkomme søknad om strykning. Børsen uttalte videre at det i slike tilfeller vil være særlig viktig å se hen til aksjonærenes holdning til strykningsspørsmålet slik dette kommer til uttrykk på generalforsamlingen, og å vektlegge eventuelle minoritetsaksjonærs interesse i fortsatt notering. Dette ettersom strykning i slike situasjoner, der det ikke har vært noe foregående oppkjøpstilbud eller andre større endringer forut for søknaden, vil være mindre påregnelig for aksjonærene som har investert i selskapet.

[...]

I EVRY har det vært en vesentlig endring i selskapet, i form av Lyngens oppkjøp, som har resultert i at antallet aksjonærer i selskapet har blitt redusert kraftig. Totalt 99,7 % av aksjene eies av en håndfull aksjonærer og selskapet oppfyller ikke lenger sentrale noteringsvilkår. Strykning av selskapets aksjer fra notering på Oslo Børs har også vært påregnelig for aksjonærene i EVRY; at man ville søke strykning ble kommunisert i både det frivillige og det pliktige tilbudsdokumentet fra Lyngen, og er normalt en konsekvens av slike oppkjøpsprosesser. Til tross for dette, stemte ingen av de små minoritetsaksjonærene mot strykning. Vi kan derfor ikke se at vurderingstemaet var annerledes i sakene om Kristiansand Dyrepark ASA, Fosen ASA og Norman ASA enn i EVRY-saken, slik børsen synes å indikere. Oppkjøpstilbudene i EVRY og endringen i aksjonærstrukturen utgjør nettopp slike relevante omstendigheter som børsen refererer til - "forutgående oppkjøpstilbud" og "fastlåst eierkonstellasjon". Det skillet børsen oppstiller var høyst relevant i saken vedrørende 24 Seven Technology ASA, men er overhodet ikke relevant for EVRY-saken.

Den eneste saken børsen i vedtaket viser til som en presedens der strykning ble nektet, er Kosmos-saken fra 1991. Denne er imidlertid av flere grunner ikke sammenlignbar med EVRY-saken. For det første ble ikke søknaden fra Kosmos fremmet på bakgrunn av et oppkjøp av selskapet, men kun etter fremsettelse av et pliktig tilbud som økte majoritetsaksjonærenes eierandel med 3,3 %. For det andre var det prosentvise flertallet på generalforsamlingen høyere i EVRY enn i Kosmos (ca. 88 % mot reelt ca. 95 %). For det tredje var antallet minoritetsaksjonærer langt høyere i Kosmos, 5 705 mot EVRYs 649. For det fjerde stemte samtlige tilstedeværende minoritetsaksjonærer som deltok på generalforsamlingen i Kosmos mot strykning, mens det av minoritetsaksjonærene som deltok på generalforsamlingen i EVRY kun var to store institusjonelle minoritetsaksjonærer som stemte mot strykning (og de små minoritetsaksjonærene stemte for). Det var altså en helt annen, og langt sterkere og bredere, motstand mot strykning i Kosmos-saken enn i den foreliggende saken.

Basert på den norm børsen har anvendt i tidligere saker, synes det i sum klart at resultatet i vår sak må bli strykning. Dette illustreres av oversikten vedlagt som Vedlegg 7, som gir en sammenligning mot tidligere kjente saker fra nyere tid der et selskap har søkt om strykning uten at én aksjonær eier over 90 %.

[...]

Den eneste årsaken til at EVRY ikke er innvilget strykning synes i sum å være antall gjenværende minoritetsaksjonærer. Dette til tross for at disse eier en svært lav andel av aksjekapitalen, at ingen av dem stemte mot strykning på generalforsamling (vert i mot, de stemte for), at det allerede er svært lav likviditet i aksjen, at disse har fått flere exit-muligheter i umiddelbar tilknytning til strykningssøknaden og at de gjentatte ganger er varslet om muligheten for strykning. Konsekvensen av børsens vedtak i EVRY-saken, hvis det blir stående, er i realiteten at de retningslinjer som er utformet gjennom praksis, og det skillet som ble oppstilt og tydeliggjort så sent som i 24Seven Technology ASA-saken, ikke lenger er gyldige.

Klager anfører at børsens vedtak om å avslå strykningssøknaden dermed innebærer en tydelig endring av praksis for strykningssaker i tilfeller der en oppkjøper ikke har oppnådd 90 % akseptgrad. Ifølge klager er det uheldig at «en slik markant endring foretas gjennom vedtak i en enkeltsak», og bidrar til lite forutsigbarhet på et område der nettopp forutsigbarhet for aktørene er svært viktig. Klager mener at det imidlertid ikke fremgår av børsens vedtak at meningen har vært å endre tidligere praksis, og klager «ville også antatt at en slik vesentlig og prinsipiell endring ville vært behandlet av styret ved Oslo Børs».

Klager skriver videre:

Dersom børsens vedtak blir stående, representerer det videre ikke bare en markant endring av praksis, men også en favorisering av store minoritetsaksjonærer som er i posisjon til å blokkere tvangsinnløsning etter oppkjøp. Implikasjonen er at en slik blokkerende minoritet kan bruke selskapets kostnader og ressursbruk knyttet til en børsnotering som et forhandlingskort mot oppkjøper for å presse frem en høyere pris for sine aksjer enn det øvrige aksjonærer har akseptert under budet. En slik interesseforskyvning i oppkjøpers disfavør savner grunnlag i foreliggende rettskilder og de omkringliggende hensyn, og er etter vårt skjønn ikke i det norske kapitalmarkedets interesse.

Dersom en oppkjøper har oppnådd en eierandel tett opptil 90 %, er selskapet i utgangspunktet ikke egnet for fortsatt børsnotering. Dersom selskapet på denne bakgrunn ønsker strykning, bør selskapet som utgangspunkt bli tillatt strøket. Særlig må dette gjelde



der minoritetsaksjonærene i alminnelighet ikke motsetter seg strykning ved å stemme mot på generalforsamling. Etableres det et prinsipp om at selskapet i slike situasjoner ikke blir tillatt strøket dersom – og alene av den grunn at – det gjenstår tilstrekkelig mange aksjonærer, vil det skapes en unødvendig usikkerhet for oppkjøpere. Eneste mulighet for selskapet og oppkjøper til å oppnå strykning og unngå fortsatt notering "i evighet" vil i så tilfelle være å tilby de gjenværende aksjonærene en ytterligere oppkjøpspremie, utover den de øvrige aksjonærer har mottatt. Dette blir særlig problematisk når de gjenværende små minoritetsaksjonærene eier en marginal del av aksjekapitalen (0,3 %), mens tvangsinnløsning blokkeres av et fåtall institusjonelle investorer. Konsekvensen kan være at lanserte frivillige bud oftere faller bort dersom oppkjøper ikke er i stand til å oppnå 90 % akseptgrad, og på sikt også til lavere akseptgrad og i ytterste konsekvens færre gjennomførte oppkjøp. En slik utvikling kan ikke være i noen markedsaktørers interesse.

De ovennevnte aspektene kan ikke sees å være vurdert av Oslo Børs. Avveining av interessene til oppkjøper kontra gjenværende aksjonærer reiser viktige spørsmål knyttet til effektiv kapitalallokering og mulighet for gjennomføring av restruktureringer. Den praksis børsen har ført de siste tiårene har etter vårt syn avveid de kryssende hensyn på en god og forutsigbar måte.

Børsens vedtak om å avvise EVRYs søknad bryter med dette.

Klager mener også at børsens vedtak synes å etablere en atskillig strengere norm enn det som praktiseres i Sverige og viser til svenske regler og vedtak fra Aktiemarknadsnämnden.

## 7. Børsens merknader til klagen

Klagen ble ved brev 27. juli 2015 oversendt Børsklagenemnden for behandling sammen med børsens merknader til klagen. Børsen skriver blant annet følgende i sine merknader:

Utgangspunktet for saken er at en strykning av EVRY ikke må medføre vesentlig ulempe for aksjonærene eller markedets oppgaver og funksjon. Oslo Børs skal innenfor rammen av bestemmelsen i børsloven utøve et skjønn hvor man spesielt ser hen til interessene til minoritetsaksjonærene. Denne saken er ikke direkte parallell med tidligere strykningssaker behandlet av Oslo Børs. Oslo Børs kan ikke se at avslaget innebærer brudd med eller endring av tidligere praksis. Det som er spesielt med saken er den svært lave deltakelsen på generalforsamlingen der forslaget om strykning ble behandlet og det store antallet minoritetsaksjonærer i selskapet. I tidligere saker der søknader om strykning er avslått har det vært betydelig motstand mot strykning gjennom avstemning på generalforsamling der slikt forslag har vært behandlet.

[...]

Informasjonen om omsetningen og aktiviteten i ordreboken gir uttrykk for at det ligger til rette for forsvarlig prisdannelse. Dette reduserer betydningen av spredning og antall aksjonærer når avveiningen av interessene for og i mot strykning skal foretas. Videre vil det være en klar ulempe for minoritetsaksjonærene i EVRY å miste tilgangen til dette fungerende markedet for omsetning som i dag eksisterer.

[...]

Sammensetningen av aksjonærmassen er relevant når hensynet til minoritetsaksjonærene og de ulemper en strykning vil medføre skal vurderes. Institusjonelle investorer bør være i bedre

stand til å gjøre sine rettigheter som minoritetsaksjonærer gjeldende også dersom selskapet skulle bli strøket fra notering. Det innebærer dog ikke at det på generelt grunnlag skal ses bort i fra den institusjonelle investorens interesse i fortsatt notering, selv om hensynet til disse tillegges noe mer begrenset vekt enn for øvrige, mindre profesjonelle investorer.

[...]

Etter Oslo Børs vurdering er her ulempe for minoritetsaksjonærene så pass betydelige at ikke ville være forenelig med lovens kriterier for strykning å etterkomme søknaden. Det er et relativt stort antall aksjonærer (ca. 650, hvorav ca. 260 har verdi for over NOK 10.000) som ved en strykning vil miste det markedet for omsetning som i dag fungerer med ordreaktivitet og tilfredsstillende prisdannelse. Minoritetsaksjonærene i ERVY har videre behov for den beskyttelse som ligger i børs- og verdipapirlovgivningen og tilsynet med dette. Interessene til disse vil bli best ivaretatt gjennom fortsatt notering. Hensynet til minoritetsaksjonærene vil naturlig nok stå i en motsetning til interessene til oppkjøpere som ikke lykkes med å oppnå tilstrekkelig aksept (90 %) av sine oppkjøpstilbud. Dersom en strykning av et selskap medfører vesentlig ulempe for aksjonærene skal søknader om strykning avslås selv om det er større og profesjonelle aksjonærer som er hovedårsaken til at tilbudet ikke oppnår tilstrekkelig aksept.

Børsen opprettholder på denne bakgrunn vedtaket.

#### 8. Klagers merknader

I brev 10. august 2015 kommenterer klager børsens merknader.

Klager anfører at børsens begrunnelse for vedtaket er endret, og at vedtaket er ugyldig som følge av usaklig forskjellsbehandling. Klager presiserer at anførselen om usaklig forskjellsbehandling kommer i tillegg til anførselene i klagen, og at børsens vedtak bør oppheves uavhengig av om vedtaket anses ugyldig eller ikke.

##### *Endring av begrunnelse*

Klager gir uttrykk for at børsens vedtak om å avslå søknaden om strykning primært var begrunnet i at det i EVRY- saken ikke forelå andre forhold som tilsa strykning i tillegg til stemmefordelingen på generalforsamlingen, samt at det gjenværende antallet aksjonærer, og antall aksjonærer med investering av en viss størrelse, etter børsens syn var relativt høyt. Slik klager forstår det, er begrunnelsen for å avslå søknaden nå, etter børsens merknader, at «antallet tilstedeværende på generalforsamlingen var så lavt, samt at strykning har 'såpass betydelige ulemper' for et 'relativt stort antall' gjenværende aksjonærer», og «[b]ørsen viser til at det fremdeles eksisterer omsetning i aksjen, selv om den er meget begrenset».

##### *Usaklig forskjellsbehandling*

Klager forstår børsens merknader slik at avslaget ikke medfører brudd med eller endring av praksis, og at dette betyr at saken må vurderes på basis av tidligere praksis. Klager anfører at vedtaket på denne bakgrunn «ikke bare er mangelfullt vurdert og uheldig for det norske kapitalmarkedet som redegjort for i klagen, men også at det er ugyldig som følge av usaklig forskjellsbehandling».

Klager skriver videre at «det faktum at begrunnelsen for å avslå søknaden har endret seg underveis i prosessen som angitt over, indikerer at vedtaket ikke er godt nok begrunnet. De grunner som nå anføres har etter vårt skjønn ikke tilstrekkelig relevans og vekt til å begrunne et avslag på strykningssøknaden».

Når det gjelder børsens moment om at det var «svært lav deltakelse på generalforsamlingen», skriver klager at det for så vidt er riktig at dette er lavere enn i sammenlignbare saker, men at det «er etter vårt skjønn ikke noe moment som kan begrunn avslag på EVRYs strykningssøknad». Klager skriver at «for det første er forskjellen i antall fremmøtte ubetydelig», for det andre «stemte faktisk flertallet av de fremmøtte for strykning», «for det tredje har spørsmålet om antall tilstedeværende ikke tidligere vært vektlagt som et moment av betydning», «for det fjerde indikerer ikke et lavt antall tilstedeværende på generalforsamlingen at minoritetsaksjonærene motsetter seg strykning. Tvert om, indikerer et lavt oppmøte at det ikke er noen bred motstand mot strykning», og «for det femte er antall tilstedeværende på generalforsamlingen klart nok ikke noe relevant måleparameter i forhold til interesseavveiningen mellom selskapets ønske om å bli strøket og minoritetsaksjonærenes interesse i fortsatt notering». Klager skriver videre at EVRY-saken ikke er et «nytt tilfelle» der børsen står fritt i sin tilnærming, men snarere et «nokså 'klassisk' tilfelle der det etter gjennomført oppkjøp kun er et lite knippe aksjonærer tilbake i selskapet som er så aktive og interesserte at de stiller på generalforsamlinger». Ifølge klager må børsen forholde seg til etablert praksis, der «tilnærmingen har vært ikke å legge vekt på antallet møtende aksjonærer, men – som børsen selv fremhever- kun avslå strykning i tilfeller det et var betydelig motstand mot strykningen på generalforsamlingen der forslaget ble behandlet».

Klager viser til at «den andre delen av begrunnelsen knytter seg som angitt til antallet gjenværende aksjonærer», og skriver at «[d]ette kan imidlertid ikke være noe avgjørende argument, jf. det faktum at det i Fosen ASA og for så vidt også Comrod Communications ASA var atskillig flere gjenværende aksjonærer (henholdsvis 1 345 og 734) uten at dette ble ansett som noe hinder for å stryke selskapene fra notering, eller for dens saks skyld ble problematisert av børsen». Klager gjennomgår eiersammensetningen i selskapet og skriver at vi at «vi forstår det slik at det dermed er enighet om at det ikke er dekkende når det i vedtaket står at 6% er spredt på 650 aksjonærer». Klager skriver videre at «å si at selskapet har 'et relativt stort antall aksjonærer' er kun dekkende om man sammenligner med selskapene på Oslo Axess og de mindre selskapene på Oslo Børs. Men EVRY er et betydelig selskap, og det store flertallet av disse aksjonærene er altså svært små poster».

Når det gjelder likviditeten i aksjen mener klager at «selv de lave tallene oppgitt av børsen» gir et «helt misvisende bilde av den reelle likviditeten i aksjen». Klager gjennomgår tallene for daglig omsetning og skriver blant annet at «[d]en reelle daglig likviditeten i aksjen som har betydning for minoritetsaksjonærer som ønsker å kjøpe eller selge aksjer, er dermed i området rundt 10 000 kroner, tilsvarende et sted mellom 600 og 700 aksjer.» og «[d]et er samlet sett ikke mulig å karakterisere aktiviteten i EVRY-aksjen som et fungerende annenhåndsmarked, særlig sett hen til at EVRY har en markedsverdi på mer enn kr 4 milliarder. De fundamentale forutsetningene for en riktig prising av EVRY-aksjen er ikke lenger tilstede. Oslo Børs har i tidligere saker strøket selskaper med atskillig høyre likviditet enn dette, jf. eksempelvis Normann ASA-saken som nærmere redegjort for i søknaden».

Prinsipielt og avslutningsvis gir klager blant annet uttrykk for at det vil være uheldig å legge avgjørende vekt på det nominelle antallet aksjonærer, og at dette herunder gjør det vanskelig for store børsnoterte selskap å søke styrkning, og medfører en særnorsk praksis som muliggjør at et eller flere hedgefond aktivt kan motarbeide strykning for å oppnå en høyere tilbudspris. Ifølge klager scorer EVRY, målt etter alle de kriterier som tidligere har vært vektlagt i praksis, høyere i favør av strykning enn noen av de sammenlignbare sakene, og det foreligger heller ingen andre særskilte forhold ved denne saken som skulle innebære at minoriteten har større behov for videreføring av børsnoteringen enn i tidligere saker der Oslo Børs har innvilget strykning. Videre mener klager at børsen har lagt for lite vekt på hensynet til markedets integritet, og til de funksjoner som skal ivaretas gjennom børsnotering, og at børsen ikke har drøftet og vurdert EVRYs interesse i å bli strøket fra notering etter å ha blitt kjøpt opp av Lyngen. Klager skriver at «[r]ealiteten i saken er at de minoritetsaksjonærer børsen forfekter å beskytte, ikke protesterte mot vedtaket i

generalforsamlingen, og at den reelle interessen børsen ivaretar, er interessen til de to aksjonærene som slik det fortøner seg for oss – har 'kjøpt seg inn' i en oppkjøpssituasjon med sikte på å presse frem en overpris ved å motsette seg strykning, og det lille knippe institusjonell investorer som har hengt seg på og spekulerer i at strategien vil lykkes».

I brev 13. august 2015 har børsen kommet med en kort tilleggsbemerkning til klagers merknader.

## 9. Børsklagenemndens vurdering

Børsklagenemnden skal bemerke:

Ordlyden i børsloven av 2007 § 25 første ledd om strykning av finansielle instrumenter er utformet med sikte på strykning som et virkemiddel fra børsens side. Strykning «kan» skje dersom det finansielle instrumentet «ikke lenger tilfredsstiller det regulerte markedets vilkår eller regler» eller «særlige grunner for øvrig tilsier det». I bestemmelsens andre punktum er fastsatt at strykning likevel ikke kan skje dersom dette kan ventes å medføre «vesentlig ulempe» for eierne av instrumentet eller for markedets oppgaver og funksjon. Situasjonen hvor et selskap søker om strykning er ikke uttrykkelig omtalt. Dette må ses i sammenheng med at bestemmelsen skulle gjennomføre bestemmelser i MiFID i norsk rett.

Bestemmelsen er likevel vid nok til i utgangspunktet også å omfatte de såkalte frivillige strykninger. Det fremgår av forarbeidene at gjeldende praksis skulle videreføres og at de tidligere bestemmelsene om strykning etter søknad kunne videreføres ved den hjemmel som ble gitt i fjerde ledd i § 25 til å gi nærmere regler om suspensjon og strykning, jf. NOU 2006: 3 om markeder for finansielle instrumenter side 141, som vist til i Ot.prp. nr. 34 for 2006-2007 side 452. I tråd med dette bestemmer de løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper fra 2013 i punkt 15.1 fjerde ledd at et selskap kan søke om at dets aksjer blir strøket fra børsnoteringen dersom generalforsamlingen har besluttet dette med flertall som ved vedtektsendringer. Denne bestemmelsen tilsvarer § 4-10 andre ledd i børsloven fra 1988. I forarbeidene til den fremgikk at en søknad om å bli strøket ikke uten videre bør etterkommes, men at børsen også i slike tilfeller må foreta en selvstendig og konkret vurdering av spørsmålet, jf. Ot. prp. nr. 83 for 1986-1987 side 70. På side 106 i proposisjonen bemerket departementet at «spørsmålet om strykning vil måtte vurderes dersom vilkårene for opptak til notering ikke lenger skulle foreligge».

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. Vurderingene 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.

EVERY har anført at selskapet ikke lenger er egnet for notering. Hovedpunktene i begrunnelsen for søknaden er at en stor aksjonær eier hele 88 % av aksjene og at det ikke er utsikt til ytterligere spredning. Bare to aksjonærer, begge institusjonelle, stemte i mot strykning ved behandlingen i generalforsamlingen. Selskapet har ikke behov for eller ønske om notering for tilgang til kapital. Det

er begrenset likviditet i selskapets aksjer og liten interesse for selskapet på kapitalmarkedet. Mindretallsaksjonærene er gitt exitmuligheter ved frivillig og pliktig tilbud, noe som også førte til at antallet aksjonærer ble betydelig redusert. Eierkonstellasjonen er fastlåst.

Mot dette står minoritetsaksjonærenes interesser og behov. De vil miste den beskyttelsen som ligger i børs- og verdipapirhandellovens bestemmelser, herunder om informasjonsplikt og rapportering, og dessuten handelsapparatet med investorbeskyttelse og gjennomlysing av handler. Dette er interesser som normalt inngår forutsetningsvis ved erverv av aksjer på regulert marked.

Det dreier seg i dette tilfellet om et selskap med ca. 650 aksjonærer, hvorav ca. 260 har aksjer med verdi over NOK 10 000. Verdien av aksjene som ikke er eid av Lyngen utgjør totalt om lag NOK 480 millioner. Om sammensetningen av aksjonærmassen er det gitt følgende opplysninger i Oslo Børs merknader til klagen fra EVRY, oversendt 27. juli 2015:

Det er totalt 12 % av aksjene som eies av andre enn hovedaksjonæren. De to aksjonærene som stemte mot forslaget om strykning, Polygon European Equity Opportunity Master Fund og Blackwell Partners LLC (samlet 4,42 %), må anses å være institusjonelle investorer. Det samme gjelder Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) (3,11), Danske Bank (1,31 %) og Deutsche Bank (0,03 %). Til sammen utgjør disse 8,87 % av totalt antall aksjer. Det er en viss mulighet for at underliggende aksjonærer bak forvalterkonti også er slike, men det er mer usikkert. Det er to større forvalterkontoer – registrert på Societe Generale (1,90 %) og JP Morgan (0,93 %) der underliggende aksjonærer ikke er kjent.

Børsklagenemnden legger dette til grunn og viser for øvrig til tabell samme sted over de 15 største aksjonærene pr. 26. juni 2015. EVRY opplyser i brevet 10. august 2015 at selskapet i etterkant av at klagen ble sendt har fått opplyst at de 2 486 000 aksjene som er registrert på forvalterkonto hos JP Morgan Chase Bank, N.A. eies av Credit Suisse. Dette er ikke bestridt i børsens sluttmerknader.

I praksis er det lagt vekt på om minoritetsaksjonærene, iallfall en betydelig del av dem, protesterer mot strykning eller om de aksepterer det eller ikke har innvendinger. Generelt sett kan det være god grunn til å se hen til aksjonærenes holdning til spørsmålet. Aksjonærer som aksepterer strykning, vil det normalt ikke være grunn til å verne ved interesseavveiningen, mens situasjonen vil kunne være annerledes dersom det er bred motstand.

Alle aksjonærene var orientert på ulike måter om at spørsmålet om strykning skulle opp til behandling på generalforsamlingen. Få aksjonærer møtte. Bare seks aksjonærer avga stemme, Lyngen stemte for. Det samme gjorde tre småaksjonærer. De to øvrige, Polygon European Equity Opportunity Master Fund og Blackwell Partners LLC, to institusjonelle minoritetsaksjonærer, stemte mot.

Om likviditeten og handelen i aksjen opplyser Oslo Børs i vedtaket:

Markedsverdien av selskapet er i dag ca. NOK 4,1 milliarder. Selskapets markedsverdi ligger dermed langt over minstekravet for notering på Oslo Børs (NOK 300 millioner), og sammenholdt med den relativt spredte eierstrukturen bør det kunne være like gode muligheter for likviditet i aksjen som mange andre selskaper notert på Oslo Børs. I perioden 11.5.2015 til 11.6.2015 har det vært omsatt 90.075 aksjer til en samlet verdi av NOK 1.333.104. Volum vektet snittkurs for perioden (vwap) er NOK 14,79. Med unntak av noen minutter enkelte dager har det kontinuerlig ligget ordrer (kjøper og selger ordre) i ordreboken som har dannet et prisbilde for aksjen. Spread (differansen i ordreboken mellom beste kjøper og selger) har i perioden hovedsakelig ligget rundt 0,6 kr eller lavere. Totalt har 15 medlemmer deltatt i gjennomføring av handler. Høyeste og laveste kurs i perioden har

vært henholdsvis NOK 15,50 og NOK 14,40. Volumet i aksjen har et daglig gjennomsnitt på 4.094 aksjer tilsvarende NOK 60.595.

Børsklagenemnden bemerker at vurdert opp mot EVRYs betydelige markedsverdi er handelen forsvinnende lav, og det kan ikke forventes noen betydelig omsetning. Opplysningene om omsetningen og aktiviteten i ordreboken indikerer likevel at det ligger til rette for en viss prisdannelse. At interessen i aksjen er motivert av spekulasjoner om selskapet vil bli strøket eller et høyere tilbud vil bli fremsatt, er det ikke nærmere holdepunkter for.

EVRY oppfylder i dag ikke noteringsvilkårene da kravene til spredning (25%) og antall aksjonærer (500 over NOK 10 000) ikke er oppfylt. Dette er krav som normalt vil ha betydning for handelen og prisdannelsen. Selskapet ville ikke ha blitt tatt opp til notering på Oslo Børs med dagens aksjonærstruktur.

Endelig nevner Børsklagenemnden at minoritetsaksjonærene er gitt mulighet til å tre ut av selskapet ved først et frivillig og senere et pliktig tilbud. Det pliktige tilbudet ble gitt etter møtet i generalforsamlingen til behandling av strykningsspørsmålet. Som en konsekvens av oppkjøpet og at man ikke oppnådde 90 % akseptgrad, må det i dag sies å foreligge en fastlåst eierkonstellasjon.

EVRY gjør i klagen og i bemerkningene til børsens merknader til klagen gjeldende en rekke anførsler mot vedtaket om avslag på søknaden om strykning. Således er gjort gjeldende at vedtaket er basert på uriktige faktiske forutsetninger, at det strider mot etablert praksis og at det foreligger usaklig forskjellsbehandling som bør lede til ugyldighet, iallfall til opphevelse. Det er også anført at børsen i merknadene til klagen har endret begrunnelsen for vedtaket.

Når det gjelder det som uttales i vedtaket om den prosentvise stemmefordeling for og mot strykning i denne og andre saker som er trukket frem for å underbygge anførselen om forskjellsbehandling, fremgår det av vedtaket at børsen har bygget på stemmerettsreglene i verdipapirhandellovens § 6-8 femte ledd, men også vært klar over at andel stemmer for strykning ville ha vært 95,21 % dersom Lyngen kunne ha stemt for alle sine aksjer. Oslo Børs har videre i merknadene til klagen redegjort nærmere for aksjonærmassen etter de supplerende opplysningene i klagen fra EVRY og har etter ny vurdering ikke funnet at opplysningene gir grunn til å endre vedtaket. Selv om det er en viss usikkerhet forbundet med opplysningene, kan Børsklagenemnden ikke se at det foreligger feil ved faktum som kan antas å ha hatt betydning for børsens resultat.

Børsklagenemnden kan heller ikke se at Oslo Børs vurderinger er klart endret fra det opprinnelige vedtaket til merknadene til klagen. Når det i vedtaket av 15. juni 2015 under punkt 6.1 om selskapets interesse er uttalt at det i tilfeller hvor selskapet ikke kan vise til at det har gjennomgått endringer som resulterer i brudd på noteringsvilkår eller tilsvarende særlige omstendigheter, skal mer til for å innvilge en søknad, synes dette å referere seg til det som er uttalt om at:

Selskapet er ikke i brudd med andre opptakskrav enn kravene til fri flyt og spredning. Det er en rekke selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axxess som etter notering har endringer i eierstruktur som medfører at disse opptakskravene ikke er oppfylt. Likviditeten i selskapet er lav, men den er ikke så lav at dette i seg selv medfører at selskapet ikke er egnet for notering. Det foreligger ingen opplysninger som tilsier at det foreligger vesentlige brudd på løpende forpliktelser eller forhold som skulle medføre at selskapet ikke er i stand til å ivareta sine forpliktelser som et børsnotert selskap.

At selskapet i dag ikke ville ha blitt notert, har børsen således ikke ansett å ha særlig betydning slik forholdene her ligger an. For øvrig er merknadene utformet i lys av anførselene i klagen. Det sentrale

så vel i vedtaket som i merknadene er hensynet til minoritetsaksjonærene og vurderingen av deres interesser, sammenholdt med andre momenter som handelen i aksjen med videre.

Forholdet til praksis i saker om strykning etter søknad fra selskapet er bredt omtalt i klagen og i EVRYs svar på børsens merknader til klagen. 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 eller usaklig forskjellsbehandling, kan dette medføre ugyldighet. Praksis kan også belyse hensynene i en sak.

Avgjørelsen i denne typen saker beror som redegjort for innledningsvis på et bredt skjønn. Det skal foretas en interesseavveining og nærmere vurdering av ulike momenter. Vekten av de ulike momentene vil avhenge av de nærmere omstendighetene. Noen faste kriterier for skjønn 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, noe det heller ikke er her, og i grensetilfeller kan det forhold at strykning tillates i en sak, ikke uten videre gi andre selskaper noe rettskrav på strykning, selv om det skulle være atskillige likhetstrekk. At en avgjørelse er streng, og strengere enn det man tidligere har eksempler på, innebærer heller ikke uten videre noen forskjellsbehandling som medfører ugyldighet.

De tidligere sakene som er påberopt i denne saken gjelder Kristiansand Dyrepark ASA, vedtak og uttalelser 2004 side 63, Fosen ASA, vedtak og uttalelser 2008 side 26 og Norman ASA, vedtak og uttalelser 2009 side 46. Stemmefordelingen i disse sakene var henholdsvis 85 % for og 15 % mot, 87,6 % for og 12,4 % mot og 87,57 % for og 12,43 % mot. I disse tre sakene ble søknad om strykning innvilget. Børsen har på sin side trukket frem en avgjørelse som gjaldt Kosmos AS, vedtak av 30. april 1991, der søknad om strykning ble avslått (88 % for, 12 % mot) ved siden av at det mer generelt er vist til saken om 24seven Technology Group ASA om avslag på søknad om strykning fra Oslo Axess, vedtak og uttalelser 2013 side 56.

Oslo Børs har pekt på at det i de tre påberopte sakene også var andre forhold som tilsa strykning og ble tillagt vesentlig vekt, herunder at selskapet hadde gjennomgått store endringer som resulterte i brudd på noteringsvilkår, fastlåst eierkonstellasjon, forutgående oppkjøpstilbud og fusjon betinget av strykning. Enkelte av disse momentene gjør seg også gjeldende i foreliggende sak. Av vedtakene fremgår at avgjørelsene har berodd på et skjønn der Oslo Børs etter en samlet vurdering kom til at hensynet til de små minoritetsaksjonærene ikke talte tilstrekkelig tungt mot strykning. Avgjørelsene synes også å ha vært grensetilfeller som påpekt uttrykkelig i saken om Norman ASA. EVRY anfører at det ikke har forekommet tidligere at selskap der en aksjonær eier 88 % av aksjene ikke har fått innvilget sin søknad. Etter Børsklagenemndens syn gir dette ikke grunnlag for å hevde at det har skjedd en praksisomlegging, og det som foreligger av praksis kan etter Børsklagenemndens syn i det hele ikke gi EVRY noe rettskrav på å få sin søknad innvilget.

Men børsens praksis vil, som nevnt, også kunne belyse skjønnsutøvelsen. Oslo Børs' avgjørelse i denne saken er streng, strengere enn de tidligere vedtakene som nemnden er kjent med. Dette er tydeliggjort ved de opplysningene om sammensetningen av minoriteten som har kommet frem under klagebehandlingen. Selv om det er gode grunner for å legge terskelen for vern av minoritetsaksjonærer høyt, er det ikke dekning i rettskildene for at det skal være tilnærmet umulig å få strøket et selskaps aksjer fra notering med mindre man eier 90 % av aksjene og kan tvangsinnløse minoritetsaksjonærene.

Ca. 12 % av aksjene i selskapet eies av andre enn Lyngen. Etter det som nå er opplyst er dette i det alt vesentlige institusjonelle investorer. Polygon European Equity Opportunity Master Fund og Blackwell Partners LLC eier samlet 4,42 % og Skandinaviska Enskilda Banken AB, Danske Bank, Deutsche Bank og Credit Suisse samlet 5,38%. Det er overveiende sannsynlig at også flere underliggende aksjonærer er institusjonelle. Den andelen som eies av aksjonærer som ikke kan betegnes som profesjonelle – småaksjonærene – er således meget liten, selv om det er et visst antall aksjonærer, jf. at selskapet har rundt 650 aksjonærer.

Et tema i saken har vært hva man kan slutte av stemmegivningen på generalforsamlingen om minoritetsaksjonærenes holdning til spørsmålet om strykning og betydningen av dette.

Av småaksjonærene møtte tre på generalforsamlingen og stemte for strykning. Dette er så få at Børsklagenemnden ikke finner å kunne tillegge deres stemmegivning vekt. De aller fleste småaksjonærene møtte ikke. Etter Børsklagenemndens syn kan man ikke ut fra den lave deltakelsen utlede noen tilslutning til strykningen fra de småaksjonærene som ikke møtte. På den andre siden kan heller ikke det motsatte legges til grunn. Spørsmålet må da vurderes ut fra mer allmenne vurderinger av den beskyttelsen som ligger i børs- og verdipapirrettens regelverk, uten vektlegging av småaksjonærenes holdning til strykning.

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.

De to selskapene som møtte og stemte mot strykning på generalforsamlingen eier samlet 4,42 % av aksjene, de øvrige institusjonelle minoritetsaksjonærene en noe større andel. Det må kunne forventes at institusjonelle aksjonærer møter og stemmer dersom de er motstandere av strykning. Børsklagenemnden må således legge til grunn at synet på strykning var delt blant de institusjonelle aksjonærene. Det er da vanskelig å se at hensynet til dem bør ha særlig vekt i saken.

Det som man etter dette står igjen med som det sentrale ved interesseavveiningen, er selskapets interesse i å bli strøket mot interessene til småaksjonærene.

Selskapet har etter oppkjøpet en stor hovedaksjonær, 88 % eierandel, som ønsker selskapets aksjer strøket fra notering – en interesse som må hensyntas.

Etter Børsklagenemndens syn må det tillegges vekt at småaksjonærenes andel av aksjene er meget liten, selv om antallet småaksjonærer ikke er ubetydelig. Det er riktignok fortsatt en viss likviditet i aksjen som kan ha betydning for dem. Men vekten av dette begrenses noe av at omsetningen er særdeles liten i forhold til selskapets størrelse og verdi. Det har videre betydning at minoritetsaksjonærene er gitt mulighet til å tre ut av selskapet, først ved det frivillige tilbudet, og ikke minst ved det pliktige tilbudet etter generalforsamlingen. De kunne da ikke basere seg på at børsen ville nekte strykning. Det er også en kjensgjerning at ingen av småaksjonærene protesterte mot strykning. Hvilken betydning det ville ha hatt om det hadde vært betydelige protester, har Børsklagenemnden ikke foranledning til å gå inn på her.

Strykning er åpenbart ikke en vesentlig ulempe for markedets oppgaver og funksjon. Samlet sett er nemnden kommet til at det heller ikke kan sies å være en vesentlig ulempe for minoritetsaksjonærene.

Klagen tas etter dette til følge. Børsens vedtak oppheves og strykning innvilges.

Tidspunktet for strykningen må fastsettes av Oslo Børs.



Børsklagenemnden fatter etter dette slikt enstemmig vedtak:

Oslo Børs ASAs vedtak 15. juni 2015 om å avslå søknad om strykning av EVRY ASAs aksjer fra notering på Oslo Børs oppheves. Søknaden innvilges.

### **3.2.1.2 Børsklagenemndens sak 2/2015: Begjæring fra Polygon Global Partners LLP om utsatt iverksetting av Børsklagenemndens vedtak om å tillate strykning av EVRY ASA fra notering på Oslo Børs**

Beslutning 2. oktober 2015 om begjæring fra Polygon Global Partners LLP om utsatt iverksetting av Børsklagenemndens vedtak 24. august 2015 om å tillate strykning av EVRY ASA fra notering på Oslo Børs, jf. børsloven § 40 jf. forvaltningsloven § 42.

#### 1. Sakens bakgrunn og Børsklagenemndens sammensetning

Børsklagenemnden fattet 24. august 2015, med hjemmel i børsloven § 25, jf. løpende forpliktelser punkt 15.1 fjerde ledd, vedtak («vedtaket») med slik konklusjon:

Oslo Børs ASAs vedtak 15. juni 2015 om å avslå søknad om strykning av EVRY ASAs aksjer fra notering på Oslo Børs oppheves. Søknaden innvilges.

I vedtaket fremgikk det at «tidspunktet for strykningen må fastsettes av Oslo Børs». Oslo Børs ASA («Oslo Børs») har satt strykningstidspunktet til 28. oktober 2015.

Polygon Global Partners LLP («Polygon») begjærte i brev 17. september 2015 («begjæringen») om at Oslo Børs beslutter utsatt iverksetting av vedtaket under henvisning til børsloven § 40 jf. forvaltningsloven § 42.

Oslo Børs overførte saken til Børsklagenemnden i brev 25. september 2015.

EVRY ASA («EVRY» eller «selskapet») innga kommentar til begjæringen i brev 25. og 29. september 2015.

Polygon ga ytterligere kommentarer i brev 28. og 30. september 2015

Børsklagenemnden har behandlet saken ved sirkulasjon av sakspapirer. Ved behandlingen deltok Christian Lund (leder), Espen Klitzing, Andre Michaelsen, Bernt Zakariassen og Cecilie Østensen Berglund.

#### 2. Om Polygon

I begjæringen gis følgende omtale av Polygon:

Polygon Global Partners LLP ('Polygon') is the investment manager for the Polygon European Equity Opportunity Master Fund and certain client accounts which collectively hold approximately 4,4% of the shares and voting rights of EVRY. Polygon is authorised and regulated by the United Kingdom Financial Conduct Authority.

#### 3. Rettslig grunnlag

Ifølge børsloven § 40 første punktum kommer blant annet forvaltningsloven § 42 til anvendelse når børs treffer avgjørelser etter børsloven § 25 mv.

Forvaltningsloven § 42 lyder som følger:

§ 42.(utsatt iverksetting av vedtak).

Underinstansen, klageinstans eller annet overordnet organ kan beslutte at vedtak ikke skal iverksettes før klagefristen er ute eller klagen er avgjort. Når en part eller en annen med rettslig klageinteresse akter å gå til søksmål eller har reist søksmål for å få vedtaket prøvd ved domstol, kan organ som nevnt utsette iverksettingen til det foreligger endelig dom. Det samme gjelder når en part eller en annen med rettslig klageinteresse akter å bringe eller har brakt en sak inn for Stortingets ombudsmann for forvaltningen. Anmodninger om utsetting skal avgjøres snarest mulig. For øvrig gjelder det som er bestemt i annen lovgivning om utsettende virkning av klage, søksmål m.m.

Det kan settes vilkår for utsettingen. Avslag på anmodning om utsetting skal være grunnlagt. Begrunnelse skal gis samtidig med avslaget.

#### 4. Polygons anførsler

I begjæringen 17. september 2015 opplyser Polygon, representert ved advokatfirmaet Kluge, at «Polygon intends to take legal actions to contest the Appeals Committee's decision in accordance with the Norwegian Stock Exchange Act Section 43» og ber om utsatt iverksetting av vedtaket «until a final judgement from the courts is received».

Ifølge Polygon var børsens vedtak om å nekte strykning av EVRY korrekt, og Børsklagenemndens vedtak inneholder «so many errors that it is invalid». Børsklagenemndens vedtak er ifølge Polygon grunnet på gal anvendelse av loven hva gjelder annet punktum av børsloven § 25 første ledd. Polygon viser til at børsloven ikke tillater strykning av et instrument hvis strykningen «kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet», og anfører at begrunnelsen i vedtaket ikke inneholder en isolert vurdering av om strykningen innebærer slik ulempe. Polygon anfører videre at Børsklagenemndens vedtak er «based on several wrongful facts; errors that are clearly likely to have had bearing on the Committee's conclusion».

Polygon mener en strykning vil ha betydelige negative konsekvenser for Polygon og flere andre aksjonærer, og at aksjene etter at strykningen er effektiv ikke kan noteres igjen uten at selskapet involveres. Polygon anfører på denne bakgrunn at en feilaktig strykning er irreversibel og at et erstatningskrav for mulig ugyldig strykning lite trolig kan kompensere det faktiske tapet for minoritetsaksjonærene.

Polygon er innforstått med at EVRY har interesse i å bli strøket, spesielt hva gjelder direkte og indirekte kostnader ved å være notert. For det tilfellet Polygon ikke får medhold i søksmålet, tilbyr derfor Polygon å «guarantee for an amount to cover the listing fees to Oslo Børs, and a sum covering investor relations costs related to preparing announcements and reports etc. until a final judgement in the lawsuit».

Polygon er kjent med at Børsklagenemnden i en rekke vedtak senest i 2009 (sak5/2009) har kommet til at minoritetsaksjonærer ikke kan påklage vedtak vedrørende strykning, jf. forvaltningsloven § 28. Polygon mener imidlertid at de vil ha rettslig interesse i å reise søksmål mot Oslo Børs vedr. strykning av EVRY og begrunner dette blant annet med at vedtaket ellers ville være unntatt fra domstolskontroll, fordi selskapet selv ikke har noen interesse i å få det overprøvd.

#### 5. EVRYs merknader til begjæringen

EVRY, representert ved advokatfirmaet Schjødt, oppsummerer sine merknader til begjæringen som følger i brev 25. september 2015:

- Det følger av konsistent praksis fra Børsklagenemnden at en minoritetsaksjonær ikke har rettslig klageinteresse. Vurderingen er solid fundert i rettskildematerialet og de omkringliggende hensyn.
- Det er ikke grunnlag i rettsregler, praksis eller relevante hensyn for at en minoritetsaksjonær som har blitt nedstemt i generalforsamlingen gjennom et krav om utsatt iverksettelse skal få anledning til å tilsidesette aksjonærflertallets og selskapets ønske om strykning.
- På denne bakgrunn må anmodning om utsatt iverksettelse avslås.
- Subsidiert er det heller ikke materielt grunnlag for å etterkomme Polygons krav. Børsklagenemndens vedtak inneholder en grundig vurdering av sakens faktiske og rettslige sider, etter en omfattende klageprosess med bred kontradiksjon mellom Oslo Børs og EVRY. Polygon har ikke påvist noen relevante rettslige eller faktiske feil i vedtaket. Børsklagenemndens utøvelse av forvaltningskjønnet er ikke gjenstand for domstolsprøvelse.
- Oslo Børs har satt strykningstidspunktet relativt langt frem i tid, noe som gir aksjonærene godt med tid til å selge seg ut eller innrette seg på andre måter.
- Etter gjennomføring av oppkjøpet fra Lyngen har EVRY et legitimt ønske om å bli strøket fra børsnotering. Polygon er som stor institusjonell investor i stand til å ivareta sine interesser, og har ingen sterk interesse i at noteringen videreføres som kan oppveie de ulemper EVRY påføres.
- Polygon postulerer uten nærmere begrunnelse at det i praksis ikke er mulig å reversere en strykning. Dette er imidlertid det motsatte av det styret ved Oslo Børs tidligere har lagt til grunn.
- Det ville ikke bare være i strid med reglenes systematikk og etablert praksis men, også sterkt urimelig, om én enkeltaksjonær skulle få anledning til å obstruere en strykning som er forankret i selskapets organer og innvilget av Børsklagenemnden gjennom et materielt grunnløst søksmål.

EVRY utdyper enkelte av ovennevnte punkter, herunder spørsmålet om rettslig klageinteresse og om det er materielt grunnlag for utsatt iverksettelse. Når det gjelder rettslig klageinteresse, tar Polygon ifølge EVRY feil rettslig utgangspunkt når det viser til tvisteloven § 1-3 og kilder vedrørende denne. EVRY mener riktig hjemmel er forvaltningsloven § 42 og vurderingen av om Polygon har *rettslig klageinteresse*. EVRY viser til drøftingen av dette spørsmålet i Børsklagenemndens vedtak 5/2009, og slutter seg til begrunnelsen som gitt i dette vedtaket. Når det gjelder subsidiære anførsler om det materielle grunnlaget for utsatt iverksettelse, kan Polygons krav ifølge EVRY fremstå som en «treneringsoperasjon» som omtalt i Frihagens forvaltningsrett 2. utg. 2009 s. 313, herunder anfører EVRY at Polygon ikke har fremført noen prosedable argumenter for at vedtaket er ugyldig, og langt mindre sannsynliggjort at det foreligger ugyldighet.

EVRY viser til at Polygon i brevet uttrykker vilje til å garantere for noe av kostnadene ved å være børsnotert. Hvilken forpliktelse som reelt ligger i dette fremstår som uklart for EVRY, og de skriver at «under enhver omstendighet er en slik garanti kun egnet til å oppveie enkelte av de direkte

kostnadene forbundet med børsnoteringen uten å avbøte de kompliserende forholdene ved å være børsnotert» som nærmere beskrevet i brevet fra EVRY.

EVRY kan ikke se at Polygon har forsøkt å begrunne nærmere hvilken interesse de har i å unngå at EVRY blir strøket fra børsnotering i tråd med Børsklagenemndens vedtak, og EVRY redegjør nærmere for sitt syn på vurderingen av denne interessen.

EVRY anmoder avslutningsvis om at Polygon pålegges å dekke EVRYS kostnader knyttet til anmodningen om utsatt iverksettelse, jf. børsforskriften §§ 38 og 40.

## 6. Polygons merknader

I brev 28. september 2015 gir Polygon ytterligere merknader til begjæringen og til EVRYS brev 25. september 2015.

Polygon viser innledningsvis til at de på vegne av investorer har betydelige midler investert i EVRY, og at investeringen er gjort i tiltro til at EVRY ville være børsnotert. Polygon mener EVRY bør verdsettes langt over Apax' tilbud, og at gjennom fortsatt børsnotering vil Polygon kunne ta del i dette avkastningspotensialet. Polygon mener de ivaretar sine interesser på en naturlig og legitim måte, og bestrider EVRYS karakterisering av begjæringen som en «treneringsoperasjon» mv.

### Rettslig interesse

Polygon gir følgende beskrivelse av rettslig utgangspunkt:

Etter forvaltningsloven § 42 er det som påpekt i Evrys brev et vilkår for utsatt iverksettelse at Polygon har rettslig klageinteresse i henhold til forvaltningsloven § 28. For at Polygons planlagte søksmål skal prøves og således ha relevans for begjæringen om utsatt iverksettelse, må Polygon også ha rettslig interesse etter tvisteloven § 1-3. Som regel er det slik at den som har rettslig interesse også har rettslig klageinteresse, men det erkjennes at dette ikke nødvendigvis er sammenfallende. Forarbeidene til § 42 er ikke tydelige på hva som har vært intensjonen ettersom begrepene brukes om hverandre, jf. Ot. prp. nr. 75 (1993-94) kap. 19. Det fremstår som lite hensiktsmessig om Polygon anses å ha rettslig interesse, men ikke rettslig klageinteresse, slik at Børsklagenemnden er avskåret fra å vurdere begjæringen. Polygon ønsker primært å få utsatt strykningen på lavest mulig nivå og uten unødig bruk av rettsapparatet, og har derfor først fremmet anmodning om utsatt iverksettelse for børsen.

Polygon gjør gjeldende å ha rettslig interesse i å anlegge ugyldighetssøksmål mot Børsklagenemndens vedtak, jf. tvisteloven § 1-3 jf. børsloven § 25. Polygon erkjenner at det kan reises spørsmål ved om Polygon har tilstrekkelig tilknytning til kravet, jf. tvisteloven § 1-3 annet ledd, men anfører at spørsmålet om aktiv søksmålskompetanse i offentligrettslige forhold er mer sammensatt enn i privatrettslige forhold. Polygon viser herunder til Ot.prp. nr. 51 (2004-2005) s. 365-366 og Skoghøy, *Tvisteløsning*, 2. utgave, s. 435, og anfører at hensynet til minoritetsaksjonærene i selskapet er et relevant og tungtveiende hensyn ved vurderingen av om selskapets søknad om strykning skal innvilges etter børsloven § 25 første ledd, samtidig som selskapet ikke vil ha noen plikt til å ivareta minoritetsaksjonærenes interesser eller fremføre deres argumenter mot strykning. Polygon viser videre at ugyldighetskravet er fundert på de hensyn som skal ivaretas av den aktuelle bestemmelse. Polygon hevder på denne bakgrunn at de har en beskyttelsesverdig interesse i å gå til søksmål om gyldigheten av strykningensvedtaket. Når det gjelder vurderingen av om det fremstår som naturlig at Polygon kan gjøre sin interesse som minoritetsaksjonær gjeldende, viser Polygon til diverse juridisk litteratur ifm rettslig klageinteresse og rettslig interesse, og anfører at et sentralt moment i vurderingen vil være om det er andre som er nærmere til å gå til søksmål for å ivareta de

samme interessene, og om vedtaket gjelder, eller har en sentral side til, aksjonærrettigheter eller interesser. Polygon anfører at begge disse elementene er oppfylt i foreliggende tilfellet, og tilføyer at selskap som innvilges frivillig strykning ikke vil ha noen grunn til å angripe et ugyldig vedtak, og dersom ikke søksmål fra minoritetsaksjonærene tillates, vil vedtaket være unndratt fra enhver domstolskontroll, og vil følgelig bli stående selv om det bygger på saksbehandlingsfeil, uriktig faktum, uriktig rettsanvendelse eller myndighetsmisbruk, hvilket lett vil virke krenkende på den alminnelige rettsfølelsen og tilliten til rettsordnen. Polygon nevner også at de er den klart største minoritetsaksjonæren med en eierandel på 4,5 % av aksjene i selskapet, og mener at de derved også den nærmeste av minoritetsaksjonærene til å angripe vedtaket.

Polygon viser til at det i lovforarbeidene og juridisk teori også er et relevant moment i vurderingen av rettslig interesse om saksøker etter forvaltningspraksis ville hatt rettslig klageinteresse, jf. forvaltningsloven § 28, og at det følger av langvarig børspraksis og vedtak fra Børsklagenemnden at aksjonærer ikke anses å ha rettslig klageinteresse i vedtak som innvilger søknad om strykning fra selskapet. Polygon gjennomgår Børsklagenemndens vedtak 1/93 og 5/2009 og begrunner hvorfor de mener nemndens praksis er i strid med forvaltningsloven § 28, og ikke kan tillegges vekt ved vurderingen av om Polygon har rettslig interesse etter tvisteloven § 1-3. Ifølge Polygon kan det under enhver omstendighet ikke legges avgjørende vekt på manglende rettslig klageinteresse ved vurderingen av om selskapet har rettslig interesse etter tvisteloven § 1-3, og viser til tidligere redegjørelse for kravet etter tvisteloven.

#### Hovedkravet – vedtaket er ugyldig

Polygon gjør gjeldende at Børsklagenemndens vedtak 24. august 2015 er ugyldig fordi det er begått rettsanvendelsesfeil, faktumfeil og saksbehandlingsfeil.

Polygon viser til at det er et absolutt vilkår for å stryke aksjer fra notering på Oslo Børs at strykning ikke kan ventes å medføre «vesentlig ulempe for eierne av instrumentet» jf. børsloven § 25. Polygon anfører at det foreligger rettsanvendelsesfeil fordi nemnden ikke har foretatt en selvstendig vurdering av om vilkåret er til stede, men derimot kun foretatt «bredt skjønn» av selskapets interesser vurdert opp mot minoritetsaksjonærenes interesse.

Polygon hevder at nemndens skjønnsvurdering bygger på et feilaktig faktum, herunder et annet faktum enn det Polygon gjennom en rekke brev til børsen har bidratt til å klargjøre, og at vesentlige momenter er utelatt fra nemndens skjønnsvurdering. Polygon vil særlig peke på at det gjelder en streng praksis for å få innvilget søknad om strykning dersom ikke selskapet har en hovedaksjonær som eier mer enn 90 % av aksjene, og viser herunder til børsens begrunnelse i sitt vedtak om å nekte strykning. Polygon mener spørsmålet om strykningen må anses som et grensetilfelle, hvilket medfører at det skal lite til å sette vedtaket til side som ugyldig, jf. prinsippet i forvaltningsloven § 41.

#### Grunnlaget for begjæringen

Polygon refererer Bernts, Gyldendal Rettsdata, kommentar til forvaltningsloven § 42, og anfører at et vesentlig spørsmål i vurderingen av utsatt iverksettelse, er om børsnoteringen av EVRYs aksjer gjenoppstår dersom strykningsvedtaket blir kjent ugyldig. Polygon utdyper anførselen i begjæringen om at ny notering vil kreve medvirkning fra selskapet som vil være rettslig og praktisk vanskelig og/eller umulig. Videre anfører Polygon at selv om EVRY skulle ha rett i sin påstand om at notering kan gjenoppstå etter en rettskraftig dom, vil skadevirkningen ved at aksjen er unotert frem til dette være store for minoritetsaksjonærene, herunder fordi presset på 650 aksjonærene til å selge til Apax vil øke «formidabelt» ved at posisjon som eier av unoterte aksjer i et selskap med en dominerende eier er svært risikofullt og vanskelig. Mange aksjonærer har heller ikke mulighet til å eie unoterte

aksjer, slik at strykning for disse vil være jevngodt med tvungen innløsning, men uten at morselskapet har 90%, og uten mulighet til å få «utløsningssummen» prøvd ved rettslig skjønn.

Polygon anfører at det er en rekke skader og ulemper for Polygon og øvrige minoritetsaksjonærer om selskapets aksjer ikke lenger er børsnotert, herunder at aksjonærene ikke lenger kan handle i handelssystemet på Oslo Børs, hvilket innebærer at omsetningsmuligheten reduseres drastisk, og videre har ikke selskapet lagt opp til notering på annen regulert markedsplass. Polygon erkjenner at prisdannelsen vil være svakere enn før oppkjøpet med en hovedeier som eier 88%, men viser til at selskapet heller ikke før oppkjøpet hadde en stor andel med fri flyt med to hovedeiere (Posten og Telenor) som til sammen eide over 70%, og at det også etter oppkjøpet er kjøps- og salgskurser og en ikke ubetydelig handel i selskapets aksjer. Polygon viser videre til at det er flere selskaper på Oslo Børs med langt lavere omsetning siste måned.

Polygon anfører også at rettighetene etter aksje- og regnskapslovgivningen er svært begrenset i forhold til den beskyttelse aksjonærene får om selskapet er børsnotert. I tillegg viser Polygon til at den generelle minoritetsbeskyttelsen som følger med en børsnotering, slik som børsens tilsyn med noterte selskapers forpliktelser og markedsovervåkning, samt Finanstilsynets tilsyn med regnskapsrapportering etter verdipapirhandelloven § 15-1(3), bortfaller. Også de spesifikke regler og kontroller med likebehandling av aksjonærer som børsnotert blir borte. Videre skal børsnoterte selskaper forholde seg til Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse, og årlig rapporterte hvordan de forholder seg til anbefalingen. Reglene om tilbudsplikt og frivillig tilbud i verdipapirhandelloven kap. 6 sørger også for likebehandling av aksjonærer ved oppkjøpstilbud, men bortfaller hvis selskapet ikke lenger er børsnotert. Herunder vil minoritetsaksjonærene ifølge Polygon gjennom tilbudsplikten ha en medsalgsrett til samme kurs dersom Apax videreselger aksjene i EVRY, og for private equity selskap som gjerne videreselger når prisen er riktig er dette ifølge Polygon ikke et usannsynlig scenario.

Polygon viser videre til at Apax vil ha et informasjonsfortrinn gjennom posisjoner i selskapet, og at de på dette informasjonsgrunnlaget vil kunne kjøpe aksjer fra minoritetsaksjonærer som ikke har tilsvarende informasjon, og uten at innsidereglene kommer til anvendelse. Apax har ifølge Polygon gjennomført et oppkjøp uten særlig hensyn til minoritetsaksjonærenes interesser, og Polygon anfører at de også i sitt brev 25. september synes å gjøre gjeldende at informasjonsgivning til aksjonærene mv. ikke er i selskapets interesse. Polygon mener at de ut fra disse erfaringene ikke forventer at det tas særskilt hensyn til minoritetsaksjonærenes interesser fremover.

Polygon mener det er anerkjent i finanst teori at ved selskapsverdsettelse er det betydelig rabatt ved omsetning av aksjer i ikke-børsnoterte selskap i forhold til noterte, og at denne rabatten vil være i størrelsesorden 20%, men må justeres for en rekke faktorer. Polygon viser til at markedsverdien av Polygons aksjer basert på tilbudsprisen i det pliktige tilbudet i mai er 140 mill. kroner, og anfører at dersom man antydningvis legger til grunn et kursfall lik rabatten for unoterte aksjer, er Polygons tap ved strykning nærmere 30 mill. kroner. Samlet for alle minoritetsaksjonærer i selskapet vil unotert – rabatten derved være på ca. 78 mill. kroner basert på tilbudsprisen. Polygon hevder det er vanskelig å se for seg at tapet vil kunne bli erstattet av Oslo Børs, blant annet fordi det vil være tvilsomt om kravet til ansvarsgrunnlag vil være oppfylt. På denne bakgrunn anfører Polygon at det vil måtte anses som lite tvilsomt at strykning vil utgjøre en betydelig skade og ulempe for Polygon og øvrige minoritetsaksjonærer.

Ved vurdering av grunnlaget for utsettelsen skal det ifølge Polygon også gjøres en interesseavveining av om den skaden eller ulempe som andre parter blir påført står i åpenbart misforhold til den interesse saksøkeren har i at utsettelse av iverksetting blir besluttet. Polygon mener det ikke synes å være noen ulemper for Oslo Børs om strykning skulle bli utsatt i påvente av dom, jf. at børsen selv mente at vilkårene for strykning ikke var oppfylt. Når det gjelder EVRY anfører Polygon at den

vesentlige direkte kostnaden for fortsatt notering vil være noteringsavgiften til Oslo Børs på 350 000 kr. Polygon er videre innforstått med at de løpende forpliktelser medfører noe merarbeid, og Polygon har anslått de samlede interne kostnadene til 500.000 til 800.000 per år, hvilket gir en samlet kostnad på anslagsvis 1 million per år. Veiet opp mot Polygons irreversible tap på anslagsvis 30 mill. og minoritetsaksjonærenes på ca. 78 mill kroner ved strykning, er ifølge Polygon dette en forholdsvis liten ulempe.

Polygon gjentar at de som nevnt i begjæringen er innstilt på å stille sikkerhet for et beløp tilsvarende de samlede kostandene for EVERY frem til endelig dom i ugyldighetssøksmålet, og utbetaling til EVERY dersom domstolen skulle stadfeste strykningen. Når det gjelder anførselen til EVERY om at «børsnotering kompliserer både daglig selskapsdrift og gjennomføring av endringer i selskapet» viser Polygon til at dette har referanse til regnskaps- og rapporteringsregler, og at dette etter Polygons syn er regler som naturlig beskytter minoritetsaksjonærenes interesser enten selskapet er notert eller ikke, og at det uansett er vanskelig å se at dette er ekstra byrder som står i åpenbart misforhold til Polygon og de øvrige minoritetsaksjonærenes interesse i at strykningen utsettes til gyldigheten av vedtaket er avklart.

#### Saksomkostninger

Polygon kan ikke se at det er grunnlag for EVERYs krav om dekning av saksomkostninger og ber om at kravet avslås.

#### 7. Avsluttende merknader fra EVERY

I brev 29. september 2015 gir EVERY gir enkelte kommentarer til Polygons brev 28. september.

EVERY viser til sine tidligere anførsler om at det ikke finnes grunnlag i rettsregler, praksis, relevante hensyn eller andre rettskilder fra den alminnelige forvaltningsrett eller sivilprosess for at en minoritetsaksjonær skulle ha rettslig klageinteresse over strykningens vedtak, og mener at Polygons påstand om at fravær av rettslig klageinteresse ville virke krenkende på den alminnelige rettsfølelse og tilliten til rettsorden, er «åpenbart uriktig». EVERY viser herunder til at flere av kildene oppstiller som et særskilt vilkår at det er naturlig at vedkommende opptrer som saksøker, og at for en søknad om strykning, som blant annet må være forankret i kvalifisert flertalls krav, «er det nettopp ikke naturlig at enkeltstående minoritetsaksjonærene gjennom forvaltningsprosess eller søksmål skal kunne gis mulighet til en slik omkamp i strid med selskapets ønsker», og at søksmålsrett med utsatt iverksettelse i praksis langt på vei vil gi «én enkeltaksjonær veto mot strykning som er lovlig vedtatt av generalforsamlingen med overveldende flertall og innvilget av Børsklagenemnden».

Når det gjelder gyldigheten av Børsklagenemndens vedtak anfører EVERY blant annet at «den interesseavveiningen Oslo Børs og Børsklagenemnden konsistent har praktisert i en årrekke er korrekt rettsanvendelse», men at i EVERY-saken «har Børsklagenemnden dertil uttrykkelig gjort en særskilt vurdering av det kriteriet Polygon er opptatt av». EVERY skriver videre at «med hensyn til faktiske feil og saksbehandlingsfeil kan vi ikke se Polygon anfører ett eneste konkret forhold».

EVERY viser til Polygons påstander om EVERYs interesse i strykning, og anfører blant annet at utover effekter av kostnadmessig karakter ifm. oppfølging av regler «har det å være børsnotert mange effekter for et selskap, og har vesentlig betydning for både daglig virksomhet, gjennomføring av transaksjoner, utforming og implementering av strategiske beslutninger».

Når det gjelder Polygons anførsel om at det er vesentlige skader og ulemper for Polygon av en strykning, kommenterer EVERY at Polygon kjøpte seg betydelig opp etter at det ble kjent at EVERY skulle selges, og videre at de underliggende verdiene i selskapet ikke endres ved strykning fra børsnotering, mens Polygon gjør sitt regnestykke basert på tilbudsprisen i det pliktige tilbudet og

antatt fall i omsetningskursen for selskapets aksjer gitt anslått likviditetsrabatt. Slik EVRY ser det hadde Polygon «all mulighet til å unngå risiko for tap som angitt i brevet ved å akseptere det pliktige tilbudet», men at «Polygon innga imidlertid ikke aksept, tydeligvis fordi de hadde større tro på underliggende verdier og forventet avkastning etter et eierskifte til Lyngen». Videre mener EVRY at Polygon ikke hadde berettiget forventning om at selskapet ville fortsette å være børsnotert da det valgte ikke å akseptere det pliktige tilbudet. EVRY knytter også kommentarer til hvorvidt et vedtak om strykning er irreversibelt, og til Polygons påstander om Apax' opptreden i oppkjøpsprosessen og effekter av strykningen for Polygon.

## 8. Børsklagenemndens vurdering

### Spørsmålet om det foreligger rettslig klageinteresse

Børsklagenemnden ser først på spørsmålet om Polygon har rettslig klageinteresse i spørsmålet om Børsklagenemnden skal beslutte utsatt iverksetting av nemndens vedtak av 24. august 2015, som innvilget EVRYs søknad om strykning av EVRYs aksjer fra notering på Oslo Børs.

Det følger av forvaltningsloven § 42 første ledd at dersom en part eller «en annen med rettslig klageinteresse» akter å gå til søksmål mot Børsklagenemndens vedtak, kan nemnden «utsette iverksettingen til det foreligger endelig dom».

Forvaltningsloven viser til at en som ikke er part må ha «rettslig klageinteresse». Det er antatt at det er en høy grad av sammenfall mellom rettslig klageinteresse etter forvaltningsloven og søksmålsinteresse etter tvisteloven § 1-3, uten at det nødvendigvis er fullstendig sammenfall mellom begrepene, jf. Schei m.fl.: Tvisteloven Kommentartutgave (2. utgave) side 36. Børsklagenemnden er enig med Polygon i at i en situasjon som denne – der grunnlaget for eventuelt å beslutte utsatt iverksettelse er at Polygon har varslet at de vil reise søksmål for de ordinære domstolene – vil det fremstå som lite hensiktsmessig om Polygon skulle ha søksmålsinteresse, men ikke rettslig klageinteresse. En del av lovgrunnlaget for bestemmelsen i forvaltningsloven § 42 første ledd annet punktum er at det skal være mulig å oppnå utsatt iverksettelse uten å måtte gå til domstolene og begjære midlertidig forføyning. Det ville da gi liten sammenheng i regelverket om bestemmelsen praktiseres slik at en aksjonær anses å ha søksmålsinteresse i å reise sak, men ikke rettslig klageinteresse slik at aksjonæren først kan anmode forvaltningsorganet om utsatt iverksettelse.

Nemnden finner det etter dette naturlig å ta utgangspunkt i spørsmålet om Polygon har rettslig klageinteresse etter forvaltningsloven, men legger til grunn at praksis rundt søksmålsinteresse etter tvisteloven § 1-3 har relevans for spørsmålet om rettslig klageinteresse. Børsklagenemnden nevner i den forbindelse at søksmålsvilkårene har utviklet seg over tid og i større grad en tidligere har åpnet for søksmål. Det følger av forarbeidene til tvisteloven at dette er en ønsket utvikling, se Schei m.fl., Tvisteloven Kommentartutgave (2. utgave), side 15 med videre henvisninger. Domstolene har etter vedtagelsen av tvisteloven fulgt opp denne praksisen. Dette betyr at eldre praksis, blant annet hos børsmyndighetene, får en noe begrenset vekt.

Det følger av langvarig praksis av Oslo Børs og Børsklagenemnden at minoritetsaksjonærer ikke har blitt ansett å ha rettslig klageinteresse der Oslo Børs godkjenner en søknad om strykning. Dette ble senest fastslått i Børsklagenemndens vedtak 5/2009 (Norman). I vedtaket vises det til nemndens tidligere vedtak som bygger på at både notering og strykning er en sak mellom selskapet, ved dets organer, og børsen. I vedtak 5/2009 uttaler Børsklagenemnden at en søknad om strykning må vedtas i selskapets generalforsamling med flertall som for vedtektsendringer, og at det ville rime dårlig om et misfornøyd mindretall skulle kunne omgå et slikt lovlig uttrykk for selskapets holdning ved å påklage et vedtak som etterkommer søknaden om strykning. Det er videre vist til at



minoritetsaksjonærenes interesser også ivaretas gjennom reglene om anfektelsessøksmål i allmennaksjeloven § 5-22.

Børsklagenemnden finner det fornuftig å ta utgangspunkt i børsloven § 25, som gir kriteriene for å stryke et selskaps aksjer fra notering på Oslo Børs. Det følger direkte av ordlyden at et av vurderingstemaene etter bestemmelsen er hvilke konsekvenser en strykning vil ha for aksjonærene i selskapet. Dette vil regulært være minoritetsaksjonærer, som kan ha blitt nedstemt i det forutgående vedtaket i selskapets generalforsamling. Det kan således være en innebygget motsetning mellom selskapets ønske om å bli strøket og minoritetsaksjonærenes ønske om fortsatt notering. Det er blant annet avveiningen av disse motstridende interessene som et vedtak etter børsloven § 25 skal hensynta.

Børsklagenemnden finner det i en slik situasjon ikke gitt at en minoritetsaksjonær i alle henseender skal være bundet av generalforsamlingens beslutning om å søke om strykning. Minoritetsaksjonæren vil være bundet av en slik beslutning i den forstand at søknaden om strykning av aksjene vil bli fremmet for børsmyndighetene. Det er imidlertid ikke like naturlig at de dermed også skal være forhindret fra å påklage et strykningsvedtak – eller begjære utsatt iverksettelse – dersom de mener at vedtaket lider av feil og mangler, eller dersom de mener det er grunnlag for å utsette iverksettelsen av vedtaket.

Et vedtak som avslår en søknad om strykning kan påklages av selskapet, og kan i siste instans bringes inn for domstolene. Dersom selskapets søknad om strykning innvilges, vil ikke selskapet ha noen foranledning til å angripe vedtaket. Det kan således anføres at av hensyn til å kunne utøve kontroll også over vedtak som godkjenner en strykning, må minoritetsaksjonærene både ha adgang til å påklage vedtaket til overordnet forvaltningsorgan, samt bringe vedtaket inn for domstolene. Børsklagenemnden er enig med Polygon i at det ellers vil være en risiko for at vedtaket vil være unndratt domstolskontroll. I relasjon til søksmålsinteresse ved offentligrettslige forhold er dette et relevant hensyn, jf. Skoghøy: Tvisteløsning, 2. utgave, side 435. Børsklagenemnden mener dette også er et relevant hensyn i relasjon til rettslig klageinteresse etter forvaltningsloven § 42. Det kan videre vises til Ot.prp. nr. 51 (2004-2005) side 366, hvor det i forarbeidene til tvisteloven § 1-3 står følgende:

Generelt vil saksøkeren ha tilstrekkelig tilknytning i sak om rettmessigheten av myndighetsutøvelse dersom saksøkeren er berørt i slik grad at det framtrer som naturlig at vedkommende opptre som saksøker og gjør gjeldende krav fundert på hensyn som ivaretas av den aktuelle forvaltningsbestemmelse.

I den foreliggende saken er det – som nevnt – ikke aktuelt at selskapet står som saksøker. De som er nærmest til å angripe vedtaket er minoritetsaksjonærer som er uenig i vedtaket. Hensynet til aksjonærene er en sentral del av vurderingstemaet etter børsloven § 25. Dette taler for at minoritetsaksjonærene har søksmålsinteresse etter tvisteloven § 1-3. Som nevnt over mener Børsklagenemnden at dette er et viktig moment ved forståelsen av forvaltningsloven § 42.

Tidligere vedtak av børsmyndighetene har også vist til de regler i aksjelovgivningen som innebærer at enkeltaksjonærer er bundet av selskapsorganenes beslutninger, og at det er begrensninger i deres adgang til å gå til søksmål om selskapets rettigheter og plikter. Børsklagenemnden finner ikke disse reglene avgjørende. Det skal først nevnes at det har skjedd en utvikling i disse reglene siden Børsklagenemnden i 1993 først behandlet spørsmålet om klageadgang for enkeltaksjonærer ved godkjenning av et strykningsvedtak (sak 1/93). Allmennaksjeloven kapittel 17 har nå bestemmelser som regulerer disse spørsmålene. Bestemmelsene regulerer imidlertid i hovedsak i hvilken grad og hvordan en enkeltaksjonær kan forfølge et krav som i utgangspunktet er selskapets. I forhold til spørsmålet om strykning er – som nevnt – regulært selskapets interesser andre enn

minoritetsaksjonærenes. Aksjelovgivningens regler om at enkeltaksjonærer må forholde seg til vedtak i selskapsorganene gjelder andre spørsmål og kan ikke ses å få avgjørende betydning på spørsmålet om rettslig klageinteresse etter forvaltningsloven.

Børsklagenemnden kan heller ikke se at enkeltaksjonærers adgang til å gå til anfektelsessøksmål etter allmennaksjeloven § 5-22 innebærer at det ikke foreligger rettslig klageadgang. Minoritetsaksjonærenes anførsel vil normalt ikke være at generalforsamlingsbeslutningen om å søke om strykning er ugyldig. Anførselen vil regulært være at det er det etterfølgende vedtak av børsmyndighetene som godkjenner søknaden som er ugyldig. En slik anførsel kan ikke fremmes i medhold av allmennaksjeloven § 5-22.

EVRY har anført at det vil være i strid med reglenes systematikk – og også sterkt urimelig – om en enkeltaksjonær – kanskje gjennom et materielt grunnløst søksmål – skulle få anledning til å obstruere en strykning som er forankret i selskapets organer og innvilget av Børsklagenemnden. Børsklagenemnden er enig i at dette er relevante hensyn, men mener at de har størst betydning i den materielle vurdering som må gjøres i forhold til om utsatt iverksettelse skal gis eller ikke.

Børsklagenemnden finner etter dette at Polygon har rettslig klageinteresse i å anmode om utsatt iverksettelse av vedtaket, og fremmer saken til realitetsbehandling.

#### Spørsmålet om utsatt iverksettelse

Utgangspunktet i norsk rett er at søksmål mot et vedtak ikke medfører at vedtaket får utsatt iverksettelse. Dette fremkommer forutsetningsvis av forvaltningsloven § 42. I forarbeidene til forvaltningsloven (NUT 1958:3, på side 366) begrunnes dette blant annet med at «en rett til å klage til domstolene med suspensiv virkning i mange tilfelle kan hindre lovens gjennomføring». Komiteen fremholdt imidlertid også at mange kryssende hensyn kunne gjøre seg gjeldende, og uttaler videre på side 366:

Forholdet er at det i enkelte tilfelle vil være rimelig at klagen til retten gis oppsettende virkning, i andre tilfelle tilsier sakens art og de samfunnsformål som skal fremmes at det ikke er mulig å vente med gjennomføring av et vedtak til lovmessigheten er prøvet av domstolene.

Det følger av forvaltningsloven § 42 at Børsklagenemnden «kan» beslutte utsatt iverksettelse. Avgjørelsen er således overlatt til nemndens skjønn. Av Innst. O. II (1966-67) følger det at vedkommende forvaltningsorgan skal foreta «en fri vurdering av hvorvidt det finnes rimelig og forsvarlig» å beslutte utsatt iverksettelse.

Polygon har brukt noe plass i anmodningen om utsatt iverksettelse på å argumentere for at vedtaket om strykning er ugyldig. Børsklagenemnden kan ikke se at Polygon har fremkommet med faktiske opplysninger eller annen informasjon som ikke var kjent for Børsklagenemnden eller som endrer de vurderinger nemnden gjorde da den fattet sitt vedtak.

Spørsmålet om utsatt iverksettelse må etter dette baseres på en interesseavveining, der det i første rekke må ses hen til hvilke skader og ulemper som kan oppstå for minoritetsaksjonærene ved at en strykning gjennomføres før det foreligger en rettskraftig dom, sett opp mot EVRYs interesse i å få gjennomført strykningen. Børsmyndighetenes og markedets interesse i å få strøket selskaper med lav likviditet og omsetning kan også etter omstendighetene være et relevant hensyn.

Børsklagenemnden konstaterer først at det vil innebære en ulempe for Polygon og andre minoritetsaksjonærer om selskapet blir strøket fra børsnotering før det foreligger en rettskraftig

dom. Aksjonærene vil miste den beskyttelse som ligger i børs- og verdipapirlovgivningen. Allmennaksjelovens regler om aksjonærbeskyttelse er samlet sett svakere. Aksjonærene vil ikke lenger motta løpende og periodisk informasjon fra selskapet etter børslovgivningens regler. Likviditeten i aksjen vil bli redusert og aksjonærene vil miste det organiserte handelsapparatet og gjennomlysning av handelen som en børsnotering medfører. Denne ulempen var kjent for Børsklagenemnden og ble hensyntatt i vedtaket av 24. august 2015.

Børsklagenemnden legger ikke stor vekt på muligheten for å notere selskapet igjen dersom en rettskraftig dom skulle fastslå at strykningsvedtaket er ugyldig. For det første kan en slik dom ligge flere år frem i tid. For det andre kan selskapet på et slikt tidspunkt ha gjennomgått så store endringer, også i aksjonærstrukturen, at en notering av aksjene igjen kan fremstå som urealistisk.

Tidsaspektet før det foreligger en dom trekker imidlertid også i motsatt retning. EVRY har – med støtte fra en stor majoritet av aksjonærene – fått innvilget en søknad om strykning. Dersom strykningen skulle utsettes inntil det foreligger en rettskraftig dom kan det gå lang tid før strykningen blir effektivt. I den mellomliggende perioden vil selskapet måtte følge kravene som følger av å være børsnotert. Dette er sammenfattet slik av selskapet i deres kommentarer til Børsklagenemnden:

En børsnotering kompliserer både daglig selskapsdrift og gjennomføring av endringer i selskapet gjennom strenge regler for håndtering av innsideinformasjon, løpende informasjonsplikt, kvartalsmessig regnskapsrapportering etter IFRS, særskilte informasjonskrav ved ulike selskapsbegivenheter som generalforsamlinger, endringer i styre og ledelse, nærstående transaksjoner, meldeplikter mv. for primærinnsidere, rapporteringskrav etter NUES, mulige krav til informasjonsdokument og prospekt mv. Det er vanskelig å kvantifisere de interne og eksterne kostnader dette medfører, og hvilke føringer det legger for tidsplaner og metode for gjennomføring av transaksjoner mv. Det sentrale er at en børsnotering har effekter for et selskap på mange plan, og at det ikke er hensiktsmessig for et selskap med en fastlåst eierkonstellasjon og én helt dominerende eier å være børsnotert.

Polygon har uttalt at de er innstilt på å stille sikkerhet for et beløp som tilsvarer de samlede kostnader for EVRY frem til endelig dom foreligger. Selv om en slik garanti kan avbøte noen av ulempene for EVRY ved å være børsnotert, vil den, etter Børsklagenemndens vurdering, langt fra avbøte alle ulempene for EVRY ved fortsatt notering.

Polygon har anført at EVRYs ulemper ved fortsatt å være børsnotert står i et åpenbart misforhold til Polygon og andre minoritetsaksjonæres interesse i at strykningen utsettes til gyldigheten av vedtaket er avklart. Det er antydning at Polygons tap ved en strykning er omkring 30 millioner kroner og at det vil være vanskelig å få erstattet dette tapet fra Oslo Børs.

Børsklagenemnden ser annerledes på dette forholdet. Polygons hovedinteresse i saken er økonomisk. Dette er en type interesse som normalt lar seg erstatte i ettertid, og som derfor tilsier at iverksettelse av vedtaket ikke utsettes. Børsklagenemnden kan gi sin tilslutning til det Johan Greger Aulstad skriver om dette i Jussens Venner nr. 5/2010 (Utsatt iverksettelse etter forvaltningsloven § 42), side 337:

Ved vurderingen av de skader eller tap som kan oppstå, vil det ha betydning om iverksettelsen av vedtaket kan føre til at klagen blir helt eller tilnærmet uten virkning. Her må en for det første se hen til om iverksettelsen av vedtaket kan lede til en faktisk situasjon som det er vanskelig å reversere. Eksempler kan være et vedtak om at en hund skal avlives eller at en bygning skal rives. Klageren vil være lite hjulpet av å få medhold i sin klage, dersom hunden allerede er avlivet eller den aktuelle bygning er revet. Dette er forhold som vil tale

for at forvaltningen bør beslutte utsatt iverksettelse. Et annet moment som vil ha betydning, er hvor inngripende vedtaket er for den private part. Ved svært inngripende vedtak vil det som regel være viktig for klageren eller saksøkeren at iverksettelsen utsettes inntil den endelige beslutning foreligger. Hvis klageren eller saksøkeren kun risikerer å bli påført økonomisk tap som følge av at vedtaket iverksettes straks, vil dette derimot ikke kunne tillegges særlig vekt i favør av utsatt iverksettelse. Grunnen til dette er at rent økonomiske tap lar seg erstatte i ettertid. Ut fra samme betraktning bør forvaltningen ikke legge særlig vekt på at klageren/saksøkeren oppnår en økonomisk gevinst ved at iverksettelsen av vedtaket utsettes.

Polygon har anført at det vil være vanskelig å få erstattet tapet fra Oslo Børs. Børsklagenemnden kan for sin del ikke se at det ikke er mulig å kreve erstatning fra et ansvarssubjekt dersom vedtaket viser seg å være ugyldig og vilkårene for erstatning ellers foreligger. Det vises for så vidt til børsloven § 43 annet ledd og mulighetene for å bringe staten inn i et eventuelt søksmål.

Når det gjelder børsmyndighetenes og markedets interesse i å få strøket et selskap fra børsnotering der aksjene har lav likviditet og omsetning, har ikke Børsklagenemnden lagt nevneverdig vekt på dette forholdet. Det vises til Børsklagenemndens vedtak av 24. august 2015, der det er lagt til grunn at det ved en fortsatt børsnotering vil ligge til rette for en viss prisdannelse.

I tilknytning til den økonomiske siden av interesseavveiningen legger derimot Børsklagenemnden vekt på at minoritetsaksjonærene er gitt mulighet til å tre ut av selskapet ved først et frivillig og senere et pliktig tilbud. På tidspunktet for det pliktige tilbudet hadde generalforsamlingen i selskapet allerede vedtatt at det ville søke om strykning av aksjene fra Oslo Børs. De minoritetsaksjonærer som valgte ikke å akseptere det pliktige tilbudet kunne da ikke basere seg på at selskapet ville forbli børsnotert. Det stod enhver aksjonær fritt å velge ikke å akseptere det pliktige tilbudet, men den beslutningen ble da tatt med en klar risiko for at man ville bli sittende med aksjer i et selskap som ikke var børsnotert.

Basert på de ovenstående vurderingene har Børsklagenemnden konkludert med at den ikke vil gi utsatt iverksettelse av vedtaket av 24. august 2015.

### Saksomkostninger

EVERY har anmodet om at Polygon pålegges å dekke EVERYs kostnader knyttet til anmodningen om utsatt iverksettelse, jf. børsforskriften §§ 38 og 40. Polygon har anført at det ikke er grunnlag for et slikt krav.

Spørsmålet reguleres av børsforskriften § 40 første ledd, som har følgende ordlyd:

I en sak som i det vesentlige er en tvist mellom to eller flere parter, avgjør børsklagenemnden om en part som helt eller delvis har vunnet frem med sitt krav, helt eller delvis skal få dekket sine omkostninger i klagesaken av en eller flere av de øvrige parter. Ved avgjørelsen skal det, foruten utfallet av saken, særlig legges vekt på om saken var tvilsom eller om det av andre grunner var rimelig å bringe saken inn for børsklagenemnden.

Etter Børsklagenemndens syn får bestemmelsen ikke anvendelse i saken. Polygon fremmet en begjæring om utsatt iverksettelse. Det er en egen hjemmel for slike beslutninger i forvaltningsloven § 42. Selv om EVERY har en klar interesse i beslutningen – og derfor også fikk anledning til å uttale seg i forkant av beslutningen – fremstår ikke saken som i det vesentlige å være en tvist mellom EVERY og Polygon.

Børsklagenemnden vil uansett bemerke at saken har reist prinsipielle spørsmål som til dels ikke har vært prøvd av nemnden tidligere, slik at saksomkostninger heller ikke av den grunn bør tilkjennes.

Etter dette tilkjennes EVRY ikke saksomkostninger.

Børsklagenemnden fatter etter dette slik enstemmig beslutning:

1. Anmodningen fra Polygon Global Partners LLP om utsatt iverksetting av Børsklagenemndens vedtak av 24. august 2015 tas ikke til følge.
2. Saksomkostninger tilkjennes ikke.

### **3.2.1.3 Kjennelse om midlertidig forføyning vedr. strykning av EVRY ASA – Oslo Byfogdembete (avsagt 27.10.2015)**

Kjennelse avsagt 27. oktober 2015 – se vedlegg 1.

### **3.2.1.4 Utsettelse av strykning av EVRY ASA – Oslo Børs (brev av 28.10.2015)**

- 1 Sakens bakgrunn

Børsklagenemnden fattet 24. august 2015, med hjemmel i børsloven § 25, jf. løpende forpliktelser punkt 15.1 fjerde ledd, vedtak om å innvilge søknad om strykning fra EVRY ASA («EVRY»).

I vedtaket fremgikk det at tidspunktet for strykningen må fastsettes av Oslo Børs. Oslo Børs ASA («Oslo Børs») har satt strykningstidspunktet til 28. oktober 2015.

Polygon Global Partners LLP («Polygon») anmodet i brev 17. september 2015 om utsatt iverksetting av vedtaket inntil spørsmålet om gyldigheten av Børsklagenemndens vedtak om strykning er rettskraftig avgjort av domstolene, under henvisning til børsloven § 40, jf. forvaltningsloven § 42.

Børsklagenemnden fattet 2. oktober 2015 beslutning om ikke å ta anmodningen om utsatt iverksettelse til følge.

Polygon fremmet deretter begjæring om midlertidig forføyning for Oslo byfogdembete 6. oktober 2015 med påstand at Oslo Børs forbys å stryke EVRY fra notering inntil Oslo tingrett har avsagt dom om gyldigheten av Børsklagenemndens vedtak om strykning.

Oslo byfogdembete avsa kjennelse 27. oktober 2015 der begjæringen fra Polygon om midlertidig forføyning ikke ble tatt til følge.

Polygon anmodet i brev av 28. oktober 2015 at Oslo Børs utsetter strykning / iverksettelse i påvente av ankebehandling av kjennelsen fra Oslo byfogdembete. Begrunnelsen som angis er at Polygon innser at saken vil stå vesentlig annerledes i en anke enn for byfogden dersom strykning allerede er gjennomført. Det henvises vider til at lagmannsretten normalt vil behandle slike saker i løpet av få dager og at en kort utsettelse neppe vil ha vesentlig negativ betydning for EVRY eller Oslo Børs.

Oslo Børs har muntlig vært i kontakt med sekretariatet for Børsklagenemnden som har opplyst at nemnden ikke vil behandle anmodningen.

- 2 Mottatte merknader fra EVRY og Polygon

## 2.1 Merknader fra EVRY

EVRY innga kommentar til anmodningen i e-mail 28. oktober 2015.

EVRY påberoper seg at det ikke foreligger rettslig grunnlag for å etterkomme anmodningen, forvaltningsloven § 42 gir ikke hjemmel til å gi utsatt iverksettelse i påvente av anke over midlertidig forføyning. Bestemmelsen gir hjemmel til utsatt iverksettelse i forbindelse med søksmål over forvaltningsvedtakets gyldighet, herunder eventuelle erstatningssøksmål, jf. Bernt i Gyldendal Rettsdatas kommentarer til forvaltningsloven § 42 (note 1064), men altså ikke i forbindelse med anke over beslutning om midlertidig forføyning.

Videre påpeker EVRY at anmodning om utsatt iverksettelse i påvente av domstolsbehandling ble avslått i Børsklagenemnden i sak 2/2015. Når Børsklagenemnden som klageinstans har avslått anmodning om utsatt iverksettelse av sitt vedtak, vil under enhver omstendighet ikke Oslo Børs som underinstans kunne overprøve dette ved likevel å gi utsatt iverksettelse for en kortere periode. Det viser i så måte til Bernt i Gyldendal Rettsdatas kommentarer til forvaltningsloven § 42 (note 1049), som holder det åpent om underinstansen i det hele tatt kan gi utsatt iverksettelse av vedtak fra klageinstansen i tilfeller der klageinstansen har omgjort underinstansens vedtak.

Endelig vises det til at det etter Børsklagenemndens vedtak ikke har fremkommet noen nye faktiske opplysninger som skulle svekke vekten eller betydningen av hverken Børsklagenemndens første eller andre vedtak i saken. Tvert imot foreligger det nå enda en avgjørelse i Polygons disfavør. Børsklagenemnden avsto anmodningen om utsatt iverksettelse under henvisning til at Polygons interesse i saken er rent økonomisk, og vil kunne forfølges ved søksmål for domstolene uavhengig av om EVRY-aksjen er notert eller ikke. Polygon erkjente i forhandlingene for Oslo Byfogdembete at selskapets interesse er rent økonomisk. Oslo Byfogdembete avsto da også begjæringen om midlertidig forføyning, og påpekte på side 66 i kjennelsen at Børsklagenemndens vedtak av 24. august 2015 fremstår som "uangripelig". Byfogden var ikke i tvil om resultatet, og tilkjente på dette grunnlag saksomkostninger for både Oslo Børs og EVRY som partsmedhjelper.

## 2.2 Merknader fra Polygon

Polygon ga ytterligere kommentarer i e-mail 28. oktober 2015:

*- Det følger av Børsklagenemndens vedtak at tidspunkt for sletting skal fastsettes av Oslo Børs. Oslo Børs må dermed åpenbart også kunne utsette dato for sletting i to uker uten med formell hjemmel i fvl. § 42 om utsatt iverksettelse.*

*- Børsklagenemnden har ikke hatt noen befatning med fastsettelse av dato. Nemndens sak 2/2015 gjaldt noe annet, nemlig anmodning om utsettelse i påvente av rettskraftig avgjørelse, altså potensielt 2-3 år.*

*- Forvaltningsloven § 42 gir uansett opplagt hjemmel til å gi utsatt iverksettelse til avgjørelse av forføyningsspørsmålet, jf. det alminnelige prinsipp i norsk rett om «fra det mer til det mindre». Det gir ingen mening at forvaltningsorganet kun skal kunne gi utsatt iverksettelse kun frem til rettskraftig dom av hovedspørsmålet, forvaltningen må også kunne gjøre det mindre – hvilket også er helt ordinært.*

*- Det er alminnelig antatt at den ordinære instansen og klageinstansen hver for seg har kompetanse til å ta stilling til begjæring om utsatt iverksettelse. Det er uansett de interne fordelingsreglene*

*(delegasjonsregler) i organet som avgjør hvem som skal ta stilling til spørsmålet om utsatt iverksettelse, se nevnte note fra Gyldendal rettsdata referert nedenfor (note 1049 annet avsnitt).*

*- Anmodningen dreier seg kun om en justering på to uker av en frist som allerede var over to måneder lang.*

*- Evry har ikke vist til noen vesentlige ulemper ved å fortsatt være børsnotert i ytterligere to uker inntil lagmannsretten har fått behandlet anken i forføyningssaken. Det er vanskelig å se hvorfor Evry motsetter seg en så liten utsettelse, og mulighet til å få en reell ankeprøving av begjæringen.*

### 2.3 Ytterligere merknader fra EVRY i e-post 28. oktober 2015

*Polygon har til nå forsøkt å begjære om utsatt iverksettelse til Børsklagenemnden og å anmode om midlertidig forføyning til Oslo Byfogdembete. Begge deler av avslått uten at vedtaksorganene synes å ha vært i det minste tvil. Vi minner bl.a. om Byfogdens uttalelse om at strykningsvedtaket fremstår som "uangripelig". Den ekstrarunden Polygon nå forsøker seg på overfor Oslo Børs i 12. time fremstår som helt ugrunnet.*

*Når Børsklagenemnden i sitt vedtak 2/2015 avslo anmodningen om utsatt iverksettelse, var dette knyttet til strykningsdatoen 28. oktober som fastsatt av børsen. Det faktum at Oslo Børs opprinnelig hadde fastsatt strykningsdatoen gir ikke børsen noen utvidet adgang til å overprøve Børsklagenemndens vurdering av spørsmålet om utsatt iverksettelse. Poenget i saken er at forvaltningsloven § 42 gir forvaltningsorganer hjemmel til å gi utsatt iverksettelse i påvente av at forvaltningsvedtak underlegges gyldighetsprøvelse i domstolene. Det har Polygon anmodet om, og Børsklagenemnden avslått. Børsklagenemndens premisser knytter seg til at Polygon har økonomisk interesse, og dermed at det ikke foreligger sikringsgrunn. Det har ikke kommet til noen nye fakta som skulle tilsi at Oslo Børs skulle overprøve den vurderingen.*

*Tilsvarende har Oslo Byfogdembete vurdert Polygons begjæring om midlertidig forføyning, og uten å uttrykke den minste tvil avslått denne. Byfogdens begrunnelse bygger på at det ikke er sannsynliggjort at Børsklagenemndens vedtak er ugyldig. Byfogden trengte dermed ikke engang å gå inn på spørsmålet om sikringsgrunn.*

*Vi ville for vår del finne det oppsiktsvekkende om Oslo Børs skulle overprøve Børsklagenemndens og Byfogdens klare vurderinger av ovennevnte. Polygon har i dagens anmodning ikke brakt noe nytt som er egnet til å reise tvil ved Børsklagenemndens vurdering av Polygons interesse i saken eller byfogdens vurdering av Børsklagenemndens vedtak (herunder at det ikke er behov for å vurdere spørsmålet om sikringsgrunn). Det spiller ingen rolle om Polygons anmodning gjelder en kort eller lang periode – den er like grunnløs uansett.*

*På bakgrunn av henvendelsen fra Oslo Børs finner vi det likevel riktig å knytte noen raske kommentarer til ulempene for EVRY.*

*For så vidt gjelder hvilke ulemper en børsnotering generelt medfører for et selskap som ikke ønsker å være børsnotert vises til EVRYs redegjørelse som sitert på side 12 i Børsklagenemndens sak 2/2015, og som for enkelhets skyld også er gjengitt her:*

*"En børsnotering kompliserer både daglig selskapsdrift og gjennomføring av endringer i selskapet gjennom strenge regler for håndtering av innsideinformasjon, løpende informasjonsplikt, kvartalsmessig regnskapsrapportering etter IFRS, særskilteinformasjonskrav ved ulike selskapsbegivenheter som generalforsamlinger, endringer i styre og ledelse, nærstående transaksjoner, meldeplikter mv. for primærinnsidere, rapporteringskrav etter NUES,*

*mulige krav til informasjonsdokument og prospekt mv. Det er vanskelig å kvantifisere de interne og eksterne kostnader dette medfører, og hvilke føringer det legger for tidsplaner og metode for gjennomføring av transaksjoner mv. Det sentrale er at en børsnoterings har effekter for et selskap på mange plan, og at det ikke er hensiktsmessig for et selskap med en fastlåst eierkonstellasjon og én helt dominerende eier å være børsnotert."*

*Når det nå bes om ytterligere angivelse av hvilke ulemper en utsettelse vil ha for selskapet kan vi i tillegg påpeke følgende:*

*Det ble i utgangspunktet fastsatt en lang periode på over to måneder fra Børsklagenemndens opprinnelige vedtak og frem til siste noteringsdag, der selskapet naturlig nok har måttet forholde seg til de begrensninger og krav som følger av en notering, men med en fastsatt strykingsdato selskapet har forholdt seg til internt ved planleggingen av overgangen til en situasjon som unotert selskap. Anmodningene fra Polygon om utsatt iverksettelse mv. har vært ansett som åpenbart grunnløse, en vurdering Børsklagenemndens og Oslo Byfogdembetes avgjørelser bekrefter riktigheten av.*

*Skulle selskapet nå, på senest mulige tidspunkt, måtte forholde seg til en utsatt strykning, vil dette åpenbart ha vesentlig betydning for selskapets muligheter for planlegging av pågående prosesser og daglig drift av selskapet, jf. det som generelt er sagt over med hensyn til konsekvenser av en notering. Tiden som er tilgjengelig tillater ikke en nærmere undersøkelse og redegjørelse konkret av hvilke prosesser som vil påvirkes, men det fremstår for oss som åpenbart at en fortsatt notering vesentlig vil begrense selskapets fleksibilitet og handlefrihet i denne perioden. Det vil også skape en helt unødig usikkerhet overfor selskapets aksjonærer og uro rundt selskapet frem til Borgarting lagmannsrett – eller Høyesterett – endelig har avslått Polygons grunnløse anmodninger.*

*Selv om vi og selskapet er helt trygge på at en eventuell anke av kjennelsen i forføyningssaken til lagmannsretten vil medføre samme resultat som i tingretten, vil det likevel medføre en usikkerhet rundt selskapet som selskapet må ta hensyn til og som vil ha konsekvenser for selskapets mulighet til planlegging fremover. Det må for det første legges til grunn at en anke til lagmannsretten og en avgjørelse av anken der vil ta atskillig lenger tid enn noen "få dager" som indikert av Polygon, jf. den tid forføyningssaken har tatt i første instans fra begjæring ble inngitt og til kjennelse forelå. Videre, dersom det åpnes for en, etter vårt syn, uhjemlet omgåelse av Børsklagenemndens opprinnelige beslutning om ikke å gi utsatt gjennomføring av strykningen, må det legges til grunn at Polygon også etter et eventuelt tap i lagmannsretten vil be om en tilsvarende utsettelse i påvente av en eventuell anke til Høyesterett. Dette medfører en helt uholdbar usikkerhet for selskapet.*

*Vi finner avslutningsvis også grunn til å påpeke at det fremstår meget spesielt at Polygon venter til dagen for strykning med å komme med den forespørsel de i dag har fremsatt om utsatt iverksettelse. Muligheten for at Polygon ikke ville få medhold i Oslo Byfogdembete har ligget der hele tiden, og det ville være all mulighet for Polygon til i god tid å be børsen eller Børsklagenemnden forberede vurdering av en utsettelse for det tilfelle at kravet om midlertidig forføyning ville bli avvist og ønsket anket. En annen sak er at en slik anmodning – da som nå – ikke ville ha noe grunnlag for å bli etterkommet.*

*Dersom Polygon, etter å ha fått enstemmig avslag i Børsklagenemnden på sitt krav om utsatt iverksettelse og deretter fått avslått sitt krav om midlertidig forføyning i Oslo Byfogdembete i en avgjørelse som er krystallklar i sin konklusjon, likevel skulle få utsatt strykingsdatoen ved å sende en anmodning om dette til Oslo Børs siste noteringsdag, vil dette ikke bare være rettslig uholdbart, men også svært urimelig.*



Som nevnt overfor har Polygon tidligere anmodet om utsatt iverksettelse av vedtaket om strykning. Forrige anmodning har en noe annen bakgrunn og innhold enn denne anmodningen. Det anmodes nå om utsettelse under henvisning til anke over kjennelsen vedrørende avvisning av påstand om midlertidig forføyning. Ved den første anmodningen om utsettelse var bakgrunnen et varslet søksmål om gyldigheten av Børsklagenemndens vedtak om strykning og utsettelsen for en periode frem til slikt søksmål er endelig avgjort. På denne bakgrunn er dette en ny anmodning om utsatt iverksettelse på et annet grunnlag og med et annet innhold enn den som tidligere er avgjort av Børsklagenemnden.

Det er ikke opplagt om forvaltningsloven § 42, om utsatt iverksettelse, kommer til anvendelse i et tilfelle som dette, der det er varslet anke over en kjennelse om midlertidig forføyning. Oslo Børs er uansett av den oppfatning at når Børsklagenemnden overlot til Oslo Børs å fastsette dato for strykning, må Oslo Børs kunne beslutte mindre endringer av den dato som er opprinnelig fastsatt dersom situasjonen skulle tilsi det.

Utgangspunktet etter tvistemålsloven og forvaltningsloven er at anke mot en kjennelse om midlertidig forføyning ikke medfører at det relevante vedtaket får utsatt iverksettelse. Dette fremkommer forutsetningsvis av de to lovene.

Spørsmål om strykning og fastsettelse av siste noteringsdato er overlatt til børsmyndighetenes faglige skjønn. Skjønnstemaet er om det finnes rimelig og forsvarlig å beslutte to ukers utsettelse av en tidligere fastsatt dato for strykning.

Oslo Børs finner ikke tilstrekkelig grunn til å imøtekomme anmodningen om utsettelse i to uker. Saken er nå brakt inn for rettsapparatet og det er naturlig at det nå er de virkemidler og regler som finnes for den rettslige behandlingen av den midlertidige forføyningen som først og fremst styrer spørsmålet om utsatt iverksettelse av vedtaket. Oslo Børs legger videre vekt på at Polygons interesser i å unngå strykning utelukkende er økonomiske, noe som ble bekreftet av Polygon under den muntlige behandlingen for Oslo byfogdembete. EVRY har på sin side anført forretningsmessige grunner til at aksjene nå ønskes strøket og at en ytterligere utsettelse vil få vesentlig betydning for planlegging av pågående prosesser og daglig drift av selskapet. Det vises også til Børsklagenemndens vedtak av 2. oktober 2015. Dette vedtaket må tillegges en viss vekt, selv om det nå er tale om en kortere utsettelse. Oslo Børs antar i denne sammenheng at det er en klar risiko for at saksbehandlingstiden for lagmannsretten kan bli vesentlig lenger enn to uker. Videre vil spørsmålet på ny oppstå ved eventuell anke til Høyesterett.

Dagens anmodning og tid til saksbehandling medfører at strykning først vil finne sted noe senere enn først vedtatt. Aksjene i Evry ASA vedtas således strøket fra notering med siste handelsdag på Oslo Børs fredag 30. oktober 2015.

### **3.2.1.5 Anke – Borgarting lagmannsrett (avsagt 17.11.2015)**

Kjennelse avsagt 17. november 2015, se [vedlegg 2](#).

### **3.2.1.6 Kjennelse - Høyesteretts ankeutvalg (avsagt 15.12.2015)**

Kjennelse avsagt 15. desember 2015, se [vedlegg 3](#).

### **3.2.2 Finanstilsynets vedtak om å pålegge Oslo Børs å stryke obligasjonene utstedt av Solør Bioenergi Holding AB fra notering på Oslo Børs (brev av 26.08.2015)**

Det vises til korrespondanse, herunder møte hos Finanstilsynet 23. juni 2015, forhåndsvarsel til Oslo Børs av 26. juni 2015 og svarbrev av 21. august 2015.

Finanstilsynet har besluttet at Oslo Børs skal stryke obligasjonene til Solør Bioenergi Holding AB (SOLBIO), tidligere Solør Bioenergi Holding AS, fra notering grunnet vesentlige mangler i selskapets finansielle rapportering, jf. børsloven § 25 (3).

SOLBIO ble ilagt overtredelsesgebyr lik to ganger kursnoteringsavgiften for forsinket offentliggjøring av årsregnskapet for 2013, se Finanstilsynets brev av 31. januar 2015. Årsregnskapet for 2014 var også forsinket og selskapet ble ilagt overtredelsesgebyr lik fire ganger kursnoteringsavgiften i vedtak av 3. juli 2015, se Finanstilsynets brev av samme dato.

I tillegg til forsinkelsene, var års- og delårsregnskapene til selskapet i 2013 og 2014 beheftet med en rekke mangler, herunder ble et suksesshonorar på 71,6 millioner kroner feilaktig inntektsført, det ble rapportert for gal juridisk enhet og det ble ikke gitt opplysninger om revisors forbehold og mulige brudd på covenants i det noterte obligasjonslånet parallelt med at det ble innhentet kapital i det svenske markedet, se Finanstilsynets brev av 21. april 2014. I børsmelding av 27. april 2015 opplyser SOLBIO om reversering av "bargain purchase" inntekt på 891 millioner SEK.

Periodisk rapportering er en av de grunnleggende pliktene som noterte foretak har. Uten et avlagt årsregnskap vil det ikke være mulig å handle et notert verdipapir på en tilfredsstillende og tillitsvekkende måte.

En strykning av et finansielt instrument vil kunne medføre ulemper for eierne av instrumentet. Finanstilsynet peker imidlertid på at obligasjonene ikke omsettes på børsen, men at handler skjer bilateralt og kun offentliggjøres gjennom Oslo Børs' systemer. Adgangen til å omsette obligasjonene forringes som et utgangspunkt ikke av et vedtak om strykning. Obligasjonseiere som bare kan investere i noterte papirer, vil ha rimelig tid til å innrette seg.

Finanstilsynet har registrert tiltakene selskapet har truffet for å forbedre rapporteringen, herunder at regnskapsfunksjonen er tilført ytterligere ressurser. Det er likevel etter det Finanstilsynet kan se, ikke gjort noen endringer i ledelsen SOLBIO.

I sitt brev av 21. august 2015 opplyser Oslo Børs at det er iverksatt en prosess med det formål å stryke SOLBIO fra notering. Det vil etter det Finanstilsynet forstår, medgå uforholdsmessig mye tid til en slik strykningsprosess.

På bakgrunn av ovennevnte, og med hjemmel i børsloven § 25 (3), har Finanstilsynet fattet følgende vedtak:

*Oslo Børs ASA pålegges å stryke obligasjonene til Solør Bioenergi Holding AB fra notering på Oslo Børs. Siste noteringsdag skal settes til senest 15. september 2015.*

Finanstilsynets vedtak kan påklages til Finansdepartementet, jf. forvaltningsloven § 28 flg. Klagen sendes til Finanstilsynet. Frist for å klage er tre uker fra mottagelsen av dette brevet. Klagen skal nevne det vedtak det klages over, samt hvilket resultat klager mener er det riktige. Klagen bør også nevne de grunner klagen støtter seg til.

### **3.2.3 Finansdepartementets vedtak om å oppheve Finanstilsynets vedtak vedrørende strykning av obligasjoner utstedt av Solør Bioenergi Holding AB fra notering på Oslo Børs (brev av 27.10.2015)**

Finansdepartementet viser til klage 7. september 2015 fra Solør Bioenergi Holding AB over Finanstilsynets vedtak 26. august 2015 om å pålegge Oslo Børs ASA å stryke obligasjonene utstedt av selskapet fra notering på Oslo Børs, og til Finanstilsynets oversendelse av klagen til Finansdepartementet 8. september 2015.

#### **1. SAKENS BAKGRUNN**

Finanstilsynet sendte 26. juni 2015 forhåndsvarsel til Oslo Børs ASA («Oslo Børs») om at Finanstilsynet vurderte å fatte følgende vedtak: «Oslo Børs pålegges å stryke obligasjonene til Solør Bioenergi Holding AS.» Oslo Børs fikk frist til 1. juli 2015 for å uttale seg. Fristen ble først utsatt til 13. juli. I brev til Finanstilsynet 1. juli 2015 opplyste Oslo Børs «at det ikke ville bli sendt kommentarer til forhåndsvarselet innen den angitte frist 13. juli 2015», og at kommentarer først ville komme 15. august 2015. Oslo Børs opplyste blant annet at

Oslo Børs er av den oppfatning at en tilbakemelding på forhåndsvarselet mottatt fra Finanstilsynet den 26. juni 2015 vil kreve langt grundigere undersøkelser enn det Finanstilsynet legger opp til ved den svært korte fristen som er satt for slik tilbakemelding.

For det første understreker Oslo Børs at strykning av obligasjonene fra notering er en svært inngripende sanksjon overfor Selskapet og obligasjonseierne, noe som i seg selv tilsier at saken skal være forsvarlig klarlagt og at de berørte interessert blir presentert og vurdert. Selv om dette er forhold som Finanstilsynet ikke er pålagt å hensynta i sin strykningsvurdering etter børsloven § 25 (3), er Oslo Børs av den oppfatning at slike hensyn bør være relevante for å bevare markedets tillit og integritet. Fra Oslo Børs sin side vil det være nødvendig å foreta slike undersøkelser og vurderinger før det kan avgis kommentarer til forhåndsvarselet.

Videre bør Selskapet få muligheten til å redegjøre for sitt syn på de mangler som er fremhevet i forhåndsvarselet slik at saken blir tilstrekkelig opplyst, jf. også kravet om kontradiksjon. Oslo Børs vil deretter vurdere Selskapets redegjørelse, og vil basert på denne og egne undersøkelser kunne komme med kommentarer til Finanstilsynets forslag til vedtak.

Finanstilsynet utsatte 6. juli fristen for tilbakemelding på forhåndsvarselet til 15. august 2015. I et møte om saken mellom Finanstilsynet og Oslo Børs 18. august utsatte Finanstilsynet fristen for Oslo Børs til 21. august.

Det ble 11. august gjennomført et skifte av debitor for de børsnoterte obligasjonene, slik at det svenske foretaket Solør Bioenergi Holding AB overtok som utsteder, jf. «Solør Bioenergi Holding ABs ticker» på Oslo Børs NewsWeb innsendt 14. august 2015 kl. 07:32.

Det fremgår også av klagen at obligasjonene var suspendert frem til 11. august, jf. opplysningen om at «Oslo Børs opphevet suspensjonen av obligasjonene 11. august etter offentliggjøring av årsrapporten 10. august.»

I brev 21. august 2015 til Finanstilsynet besvarte Oslo Børs forhåndsvarslet på følgende måte:

Det vises til forhåndsvarsel av 26. juni 2015 vedrørende mulig strykning av obligasjonene til Solør Bioenergi Holding AS (nå Solør Bioenergi Holding AB) grunnet vesentlige mangler i selskapets finansielle rapportering, jf. børsloven § 25 tredje ledd.

Oslo Børs har iverksatt en prosess med det formål at obligasjonene utstedt av Solør Bioenergi Holding AB («obligasjonene») strykes fra notering på Oslo Børs. Det er antatt at strykningssaken vil behandles av børsstyret etter innstilling fra Børsens administrasjon, mest sannsynlig i alminnelig styremøte den 23. september 2015. Tidligere styrebehandling enn dette synes ikke forsvarlig da selskapet i forkant skal motta utkast til vedtak med begrunnelse og gis rimelig tid til å uttale seg om forholdet. På dette grunnlag anmoder vi Finanstilsynet om ikke å treffe vedtak om pålegg om strykning av obligasjonene slik beskrevet i forhåndsvarselet.

Siste noteringsdag for et finansielt instrument som er vedtatt strøket vil normalt settes noe frem i tid slik at markedet gis en rimelig mulighet til å innrette seg i forhold til vedtaket.

Oslo Børs redegjorde i e-post til Finanstilsynet senere samme dag nærmere for sin tidsplan:

Vi skriver fortsatt på utkast til innstilling som vi håper å få sendt selskapet senest onsdag etter det har vært gjennom flere kvalitetssjekker internt som vi må gjøre i en så alvorlig sak (26. august). Deretter følger vi 14 dagers kontradiksjonstid som er vanlig praksis hos oss (i for eksempel overtredelsessaker). I en så alvorlig sak som dette, er det etter vår mening uforsvarlig å kutte ned på slik frist som da blir kortere enn i mindre alvorlige saker (som overtredelsessaker). Dette er typisk noe Børsklagenemnden trolig vil reagere på i en evt klagesak. Da er vi kommet til 9. september. Deretter må vi behandle anførselene som normalt alltid er skrevet av advokat. Gjør vi en overflatisk jobb, blir dette garantert brukt mot oss i en klagesak for Børsklagenemnden. At vi trenger 3-4 virkedager til dette er normalt et minimum. Da er vi på 14.15. september. Deretter skal papirene internt forberedes til børsstyret og utsendelsesdag til septembermøtet er 16. september etter tidsplanen. Vi har mao bare tiden og veien frem til septembermøtet med å klare saksbehandlingen. Raskere enn forannevnte synes uforsvarlig i en slik alvorlig sak som strykning er (tvangsstrykning er kanskje de mest alvorlige enkeltvedtakene børsstyret treffer).

Håper dette gir en forståelse for vår frist. Ønsker dere en mer detaljert gjennomgang og beskrivelse av de step vi må gjennom på veien mot styrevedtak, stiller vi følgelig pronto opp på et møte hos dere.

Finanstilsynet opplyste i brev til Oslo Børs 21. august at Finanstilsynet ville fatte vedtak om strykning av obligasjonene til selskapet 26. august.

26. august fattet Finanstilsynet følgende vedtak med hjemmel i børsloven § 25 tredje ledd: «Oslo Børs ASA pålegges å stryke obligasjonene til Solør Bioenergi Holding AB fra notering på Oslo Børs. Siste noteringsdag skal settes til senest 15. september 2015.» Vedtaket ble begrunnet med vesentlige mangler i selskapets finansielle rapportering. Fra Finanstilsynets vedtak hitsettes:

SOLBIO ble ilagt overtredelsesgebyr lik to ganger kursnoteringsavgiften for forsinket offentliggjøring av årsregnskapet for 2013, se Finanstilsynets brev av 31. januar 2015. Årsregnskapet for 2014 var også forsinket og selskapet ble ilagt overtredelsesgebyr lik fire ganger kursnoteringsavgiften i vedtak av 3. juli 2015, se Finanstilsynets brev av samme dato.

I tillegg til forsinkelsene, var års- og delårsregnskapene til selskapet i 2013 og 2014 beheftet med en rekke mangler, herunder ble et suksesshonorar på 71,6 millioner kroner feilaktig

inntektsført, det ble rapportert for gal juridisk enhet og det ble ikke gitt opplysninger om revisors forbehold og mulige brudd på covenants i det noterte obligasjonslånet parallelt med at det ble innhentet kapital i det svenske markedet, se Finanstilsynets brev av 21. april 2014. I børsmelding av 27. april 2015 opplyser SOLBIO om reversering av «bargain purchase» inntekt på 891 millioner SEK.

Periodisk rapportering er en av de grunnleggende pliktene som noterte foretak har. Uten et avlagt årsregnskap vil det ikke være mulig å handle et notert verdipapir på en tilfredsstillende og tillitsvekkende måte.

En strykning av et finansielt instrument vil kunne medføre ulemper for eierne av instrumentet. Finanstilsynet peker imidlertid på at obligasjonene ikke omsettes på børsen, men at handler skjer bilateralt og kun offentligjøres gjennom Oslo Børs' systemer. Adgangen til å omsette obligasjonene forringes som et utgangspunkt ikke av et vedtak om strykning. Obligasjonseierne som bare kan investere i noterte papirer, vil ha rimelig tid til å innrette seg.

Finanstilsynet har registrert tiltakene selskapet har truffet for å forbedre rapporteringen, herunder at regnskapsfunksjonen er tilført ytterligere ressurser. Det er likevel etter det Finanstilsynet kan se, ikke gjort noen endringer i ledelsen SOLBIO.

I sitt brev av 21. august 2015 opplyser Oslo Børs at det er iverksatt en prosess med det formål å stryke SOLBIO fra notering. Det vil etter det Finanstilsynet forstår, medgå uforholdsmessig mye tid til en slik strykningsprosess.

Finanstilsynet orienterte Oslo Børs og Solør Bioenergi i separate e-poster sent onsdag 26. august om vedtaket, og om at Finanstilsynet ville offentliggjøre dette neste dag, torsdag 27. august.

Oslo Børs påklaget ikke Finanstilsynets vedtak. I e-post fra Oslo Børs til Finanstilsynet 28. august 2015 kl. 12:58 står det følgende: «Viser til brev av 26.8 og vedlegger til orientering melding på selskapets ticker i dag.» I utskriften av «Solør Bioenergi Holding ABs ticker» på Oslo Børs NewsWeb som var vedlagt e-posten står følgende melding som innsendt 28. august 2015 kl 09:24:

#### Vedrørende strykning

Det vises til Finanstilsynets vedtak av 26. august 2015 om å pålegge Oslo Børs å stryke obligasjonene i Solør Bioenergi Holding AB fra notering på Oslo Børs. Siste noteringsdag vil være 15. september 2015.

I klagen er det opplyst at «Oslo Børs har etter pålegg fra FT fastsatt 15. september 2015 som siste noteringsdag». Det fremgår for øvrig ikke av dokumentene Finansdepartementet har mottatt at Oslo Børs har truffet vedtak i tråd med pålegget fra Finanstilsynet.

Solør Bioenergi Holding AB (heretter «selskapet» eller «klager») påklaget 7. september 2015 Finanstilsynets vedtak. Selskapet ba om at Finanstilsynets vedtak ble opphevet, og at klagen ble gitt oppsettende virkning frem til klagen er avgjort.

Finanstilsynet har ved behandlingen av klagen lagt til grunn at selskapet har rettslig klageinteresse. Finanstilsynet har i oversendelsen av klagen til Finansdepartementet 8. september 2015 opplyst at de etter en fornyet gjennomgang ikke har funnet grunnlag for å omgjøre vedtaket, at de opprettholdt sitt vedtak, og at de ikke ville gi klagen oppsettende virkning.

Fra Oslo Børs ble det etter dette bl.a. opplyst følgende i e-post til departementet 9. september:

Vi har som du vet ikke selv påklaget vedtaket da vi i utgangspunktet mener dette ligger til selskapet å gjøre. Det er selskapet som treffes av innholdet i vedtaket, og ikke børsen, selv om Børsen formelt blir part slik børsloven regulerer dette forholdet med hensyn til strykning besluttet av FT. Siden sakskomplekset i foreliggende sak er komplisert antar vi at saksbehandlingen kan ta tid. Skulle Finanstilsynets beslutning om ikke-oppsettende virkning bli stående, hadde det vært fint om vi kunne bli kontaktet før endelig vedtak om dette ble fattet, slik at vi kan ta stilling til om Børsen likevel bør klage. Vi antar at etter at vedtak om dette er fattet, blir det mer komplisert med en evt klage fra oss.

Årsaken til at børsen evt må ta stilling til selv å klage dersom oppsettende virkning ikke gis, er at ved gjennomføring av vedtak før klagen i slike saker er ferdigbehandlet vil i realiteten frata selskapene som har aksjer, lån eller egenkapitalbevis notert på våre markedsplasser en klagerett i praksis. Tvangsstrykning er de mest alvorlige vedtakene som kan fattes overfor utstedere med børsnoterte verdipapirer, og uavhengig av det underliggende materielle saksforholdet i foreliggende sak, er vi skeptiske til å frata utstedere en klagerett. Normalt haster saksbehandlingen i slike saker heller ikke, da vi suspenderer papirene fra handel dersom vi mener markedet ikke bør handle i dem (slik vi gjorde i Transeuro-saken inntil avgjørelse i Børsklagenemnden forelå), og slik vi for øvrig også gjorde i Solør i sommer inntil de kom med regnskapstall, og hvor vi ikke lenger mente behovet for suspensjon forelå.

I brev 9. september 2015 til departementet begjærte selskapet på ny at klagen gis oppsettende virkning til klagen er avgjort. Klager anførte bl.a. følgende:

Dersom strykning gjennomføres den 15. september 2015 – før endelig vedtak i saken – vil det undergrave klageadgangen. Selv om man skulle få medhold i klagen, vil både Selskapet og obligasjonseierne kunne ha blitt påført stor økonomisk skade og vesentlig ulempe. Det er lagt til grunn i juridisk teori at nettopp i forhold hvor gjennomføring av vedtaket kan påføre stor og kanskje uopprettelig skade, så taler det for at det gis oppsettende virkning, jf. f. eks. Geir Woxholt, Forvaltningsloven med kommentarer, 2011, s 657.

I denne saken har Selskapet ikke vært behandlet som part. Dersom det ikke gis oppsettende virkning, vil Selskapet ikke ha reell klageadgang.

Klager redegjorde også for saken i møte med departementet 9. september.

Departementet mottok 9. september kopi av en e-post fra Oslo Børs til klager 9. september der det bl.a. står følgende:

Det er riktig som Finanstilsynet sier at vi i brevet som gikk før lunsj en gang 21. august skrev at vi antok at styret ved Oslo Børs ville behandle saken på styremøtet 23. september. Dette var kun ment som et generelt forsiktighetsforbehold, og vi hadde lagt et bestemt løp mot 23. september styremøtet. Da vi forstod at Finanstilsynet stilte spørsmål ved fastheten av tidsforløpet, presiserte vi for dem i email og telefon at det var bestemt å bringe saken inn for børsstyret 23. september. Først skjedde slik presisering ved email, deretter i telefonkonferanse med Gaute Gravir hvor Lars Brårud deltok sammen med meg selv fra børsens side. Så innen ca. kl. 15.00 den 21. august skal det ikke lenger ha foreligget noe usikkerhet med hensyn til at børsen hadde et fastlagt løp mot børsstyremøtet 21. september.

Departementet besluttet 10. september 2015 at iverksettelsen av vedtaket utsettes til klagen er avgjort. Selskapets obligasjoner er derfor fremdeles notert på Oslo Børs.

Klagers advokat begjærte 11. september innsyn i sakens dokumenter, og ba samtidig om å få en «romslig frist for å supplere klagen etter at vi har fått tilsendt alle sakens dokumenter». Departementet ga 25. september klager frist til 7. oktober 2015.

Departementet mottok 7. oktober brev fra klager med supplering av klagen på enkelte punkter. Klager har utdypet anførselen om saksbehandlingsfeil fordi selskapet ikke ble ansett som part i saken.

## 2. KLAGERS ANFØRSLER OG FINANSTILSYNETS VURDERING

Klager har krevet at Finanstilsynets vedtak oppheves. Klager anførte i klagen for det første at vedtaket er ugyldig fordi det ikke foreligger materielt grunnlag i børsloven § 25 tredje ledd for Finanstilsynet å fatte vedtak om strykning av obligasjonene, jf. bl.a. flg:

Selskapet anfører at det ikke foreligger «særlige grunner» som nevnt i børsloven § 25. Det er FT som må godtgjøre at slike grunner foreligger. Det er videre i den foreliggende sak vesentlige ulemper for obligasjonseierne ved en strykning, som i alle fall må medføre at strykning ikke kan skje.

I klagen 7. september anføres det også at det foreligger omfattende saksbehandlingsfeil, blant annet på grunn av mangelfull begrunnelse for vedtaket og fravær av kontakt mellom Finanstilsynet og Selskapet. Det påstås en rekke feil i saksbehandlingen, deler av klagen hitsettes:

### 5.2 Manglende begrunnelse

(...)

Det fremgår ikke av Vedtaket hvilket alternativt grunnlag i § 25 (3) strykningen er besluttet i medhold av. Det er dermed i prinsippet umulig å etterprøve om vilkårene for strykning er vurdert og oppfylt. Premissene for Vedtaket er videre svært knappe og vesentlige innvendinger tatt opp av Selskapet i korrespondansen med Oslo Børs, er i liten eller ingen grad drøftet i Vedtaket.

(...)

### 5.3 Manglende vurdering og drøftelse av debitorskifte

(...)

De faktiske omstendigheter som Vedtaket bygger på, relaterer seg til forhold oppstått før 11. august 2015. Solör Bioenergi Holding AB, som Vedtaket retter seg mot, er en annen juridisk enhet og ikke ansvarlig for disse omstendighetene.

(...)

### 5.4 Fravær av kontakt mellom FT og Selskapet

FT har ikke vært i direkte kontakt med verken SBH AS eller Selskapet i anledning stryknings spørsmålet. Også dette er en vesentlig saksbehandlingsfeil.

(...)

### 5.5 Forholdet til prosess ved Oslo Børs

Det fremgår av Vedtaket at Oslo Børs har igangsatt en egen strykningsprosess. Selskapet gjør gjeldende at FTs intervensjon i en slik situasjon er uforholdsmessig.

(...)

### 5.6 Forholdet til ilagt overtredelsesgebyr

Som det fremgår av Vedtaket, har FT allerede sanksjonert SBH AS både for forsinket årsregnskap for 2013 (to ganger kursnoteringsavgift) og for 2014 (fire ganger

kursnoteringsavgift). Det er i Vedtaket ikke oppgitt noen nye forhold eller påståtte overtredelser som begrunnelse for strykningen.  
(...)

#### 5.7 Avhjelpende tiltak

Strykning som virkemiddel skal kun benyttes i helt ekstraordinære tilfelle hvor andre virkemidler ikke er tilstrekkelige.  
(...)

Før vedtak om strykning burde avhjelpende tiltak vært drøftet med utsteder og Selskapet er ikke gitt adgang til slik reell drøftelse.

Klager mener også at noen deler av faktum som er beskrevet i vedtaket ikke er riktig/treffende.

Finanstilsynet har i sin vurdering av klagen påpekt at tilsynet ikke traff vedtak om strykning av obligasjonene, men påla Oslo Børs å stryke dem fra notering.

Finanstilsynet har behandlet klagers anførsel om at selskapet skulle vært kontaktet før vedtaket ble fattet slik: «Lovens system er imidlertid lagt opp slik at Solør ikke er part i den sak som gjelder vedtaket mot Oslo Børs. Parten i tilsynets sak er Oslo Børs, som ble varslet og ga sine merknader til Finanstilsynets vurdering».

Finanstilsynet har også vist til at det ikke ble gitt noen konkrete tidspunkt for beslutningstidspunkt eller strykningstidspunkt i tilbakemeldingen 21. august fra Oslo Børs på forhåndsvarselet:

Det gis ingen konkrete tidspunkt for beslutningstidspunkt eller strykningstidspunkt. Oslo Børs gir imidlertid uttrykk for at selve styrebehandlingen hos Børsen «mest sannsynlig» vil kunne skje i et styremøte den 23. september 2015.

Det var derfor på Finanstilsynets vedtakstidspunktet ikke klart om Oslo Børs ville fatte en beslutning om strykning, når en beslutning ville bli tatt og eventuelt hva som ville være siste noteringsdag.

Klager har i suppleringen til klagen 7. oktober særlig utdypet anførselen om saksbehandlingsfeil fordi selskapet ikke ble ansett som part i saken, og har bl.a. skrevet flg.:

Finanstilsynet traff sitt vedtak om strykning uten at Finanstilsynet hadde mottatt eller selv hadde innhentet de brev Solør Bioenergi Holding AS eller Selskapet hadde skrevet til Oslo Børs i anledning den strykningsprosessen Oslo Børs hadde innledet. Selskapet ble altså ikke gitt mulighet til kontradiksjon overhode. Når selskapet ikke har fått uttale seg, innebærer det brudd også på forvaltningsloven § 17 om forvaltningsorganets utrednings- og informasjonsplikt. Finanstilsynet har altså gjort alvorlige brudd på grunnleggende saksbehandlingsregler, og saksbehandlingen er svært mangelfull hensyntatt at strykning mot utsteders vilje er et drastisk virkemiddel.

Med hensyn til sakens realitet har klager i brevet 7. oktober skrevet følgende:

Når det gjelder sakens realitet, vises det til klagen.

Selskapet har siden 10. august 2015 oppfylt informasjonspliktreglene som gjelder for utstedere med noterte obligasjoner, og har siden dette tidspunktet vært i full compliance med gjeldende regler. Så langt klager kjenner til, har strykning i en slik situasjon aldri blitt vedtatt på initiativ fra norske myndigheter. I en situasjon hvor utsteder er i compliance, er strykning verken naturlig eller et berettiget virkemiddel. Det vises til det vi anfører i klagen.



### 3. DEPARTEMENTETS VURDERING

Etter børsloven § 25 første ledd kan regulert marked 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, jf. § 25 første ledd annet punktum.

Børsloven § 25 tredje ledd gir Finanstilsynet hjemmel til å «beslutte at et regulert marked skal suspendere eller stryke et finansielt instrument i medhold av første ledd hvis det ikke lenger tilfredsstillende vilkårene for opptak til handel eller særlige grunner for øvrig tilsier det»

Departementet viser til at et forvaltningsorgan som skal treffe enkeltvedtak må sørge for at saken er godt opplyst, og at personer som saken direkte gjelder får varsel og adgang til å uttale seg, jf. forvaltningsloven § 17 og § 16, jf. definisjonen av part i § 2 første ledd bokstav e). Om partsbegrepet er det blant annet skrevet følgende i juridisk teori:

Part er også den som saken ellers direkte gjelder. Hvem dette er, må vurderes ut fra praksis og vedtakets karakter, rettsvirkninger og formål, med utgangspunkt i den problemstillingen de aktuelle rettsreglene reiser, og hvilke interesser som er relevante ved sakens avgjørelse. Hvem som skal regnes som part, må også i noen grad avhenge av hvilken type rettsregler partsbegrepet får betydning for, hvilke interesser som er sentrale ved den aktuelle type avgjørelse og om reelle hensyn ved den aktuelle sakstype og i det konkrete tilfelle taler for en vid eller snever ramme for hvem som skal regnes som part.

(Jan Fridthjof Bernt; note i Gyldendal Rettsdata til forvaltningsloven § 2 første ledd bokstav e))

Dette er igjen et spørsmål om avveining mellom på den ene side et ønske om å gi den som blir berørt av et vedtak, mulighet til å ivareta sine interesser, og på den andre de omkostningene og den merbelastningen det medfører for saksbehandlingen og de andre partene når man utvider antallet personer som skal forhåndsvarsles, orienteres om sakens gang, gis rett til dokumentinnsyn og rett og tid til å uttale seg etter reglene i dette kapitlet.  
(...)

Dette er skjønnsmessige vurderinger, og grensen vil lett kunne bli uskarp.  
(...)

Antakelig vil vi kunne finne en viss veiledning hvis vi bruker vurderingstemaet i Fvl. § 6 andre avsnitt første setning, om inhabilitet på grunn av «særegne forhold», analogisk her. Her heter det at ved denne vurderingen skal det legges vekt på om vedkommende vil kunne få «særlig tap, ulempe eller fordel» på grunn av vedtaket, og dette er klart nok et vurderingstema som passer svært godt også ved avgrensningen av partsbegrepet. Her ligger et hovedpoeng i ordet «særlig».

(Jan Fridthjof Bernt og Ørnulf Rasmussen: Frihagens forvaltningsrett Bind 1 [2010] 2. utgave 2010, s 175-176)

Finanstilsynets vedtak etter børsloven § 25 tredje ledd rettes mot det regulerte markedet, og det er det regulerte markedet som skal fatte vedtak etter børsloven § 25 første ledd overfor utstederselskapet. Sistnevnte vedtak vil i slike tilfelle likevel fattes under pålegg fra tilsynsmyndigheten. Dette innebærer at det, avhengig av hvordan Finanstilsynets vedtak er utformet, vil være tilsvarende mindre rom for det regulerte markedets utøvelse av skjønn etter børsloven § 25

første ledd. I den grad det ikke blir rom for det regulerte markedet til å vurdere om et finansielt instrument kan strykes, bør Finanstilsynet, før det treffer vedtak etter børsloven § 25 tredje ledd, derfor sørge for at utsteder blir varslet og får anledning til å uttale seg. Departementet antar at Finanstilsynet kan gjøre dette enten direkte, eller via det regulerte markedet.

Selv om Finanstilsynets vedtak 26. august 2015 i tråd med børsloven § 25 tredje ledd var rettet mot Oslo Børs, og selve strykningsvedtaket var forutsatt å bli fattet av Oslo Børs, bør etter departementets vurdering Finanstilsynets vedtak 26. august anses å gjelde selskapet i en slik grad at selskapet skulle varsles og gis adgang til å uttale seg før vedtaket ble truffet. I motsatt fall vil det kunne reises spørsmål ved om selskapet på noe stadium i prosessen har partsrettigheter med reelt innhold. Det fremgår ikke av oversendelsen fra Finanstilsynet om det var gitt varsel, eller om selskapet på annen måte på forhånd kjente til at Finanstilsynet vurderte å treffe vedtak om å pålegge Oslo Børs å stryke Selskapets obligasjoner fra notering. Det fremgår heller ikke om selskapet hadde gitt merknader, eller om disse i tilfelle var kjent for Finanstilsynet.

I brevet fra Oslo Børs til Finanstilsynet 1. juli hadde Oslo Børs påpekt at:

Videre bør Selskapet få muligheten til å redegjøre for sitt syn på de mangler som er fremhevet i forhåndsvarselet slik at saken blir tilstrekkelig opplyst, jf. også kravet om kontradiksjon. Oslo Børs vil deretter vurdere Selskapets redegjørelse, og vil basert på denne og egne undersøkelser kunne komme med kommentarer til Finanstilsynets forslag til vedtak.

Dette tydet på at Oslo Børs ville varsle og innhente eventuelle merknader til varselet fra selskapet før Oslo Børs ga tilbakemelding på Finanstilsynets varsel. I klagen 7. september er det anført at «[p]remissene for Vedtaket er videre svært knappe og vesentlige innvendinger tatt opp av Selskapet i korrespondansen med Oslo Børs, er i liten eller ingen grad drøftet i Vedtaket.» Følgende anførsel fra klager i suppleringen av klagen 7. oktober tyder også på at Oslo Børs hadde varslet selskapet og at selskapet hadde gitt merknader til Oslo Børs før Finanstilsynet traff sitt vedtak: «Finanstilsynet traff sitt vedtak om strykning uten at Finanstilsynet hadde mottatt eller selv hadde innhentet de brev Solør Bioenergi Holding AS eller Selskapet hadde skrevet til Oslo Børs i anledning den strykningsprosessen Oslo Børs hadde innledet.»

I svaret fra Oslo Børs 21. august på forhåndsvarselet fra Finanstilsynet 26. juni opplyste imidlertid Oslo Børs at de «har iverksatt en prosess med det formål at obligasjonene utstedt av Solør Bioenergi Holding AB («obligasjonene») strykes fra notering på Oslo Børs.» Og i e-posten samme dag ga Oslo Børs Finanstilsynet bl.a. følgende opplysninger om sin saksbehandling:

Vi skriver fortsatt på utkast til innstilling som vi håper å få sendt selskapet senest onsdag etter det har vært gjennom flere kvalitetssjekker internt som vi må gjøre i en så alvorlig sak (26. august). Deretter følger vi 14 dagers kontradiksjonstid som er vanlig praksis hos oss (i for eksempel overtredelsessaker).

Dette kan tyde på at Oslo Børs 21. august så for seg at selskapet fremdeles skulle kunne gi uttalelse. Det fremgår heller ikke at eventuelle allerede foreliggende uttalelser fra selskapet som kunne være relevante for Finanstilsynets vedtak er reflektert i merknadene fra Oslo Børs 21. august til Finanstilsynets forhåndsvarsel, eller oversendt til Finanstilsynet på annen måte.

Finanstilsynet har i sin prosess frem mot vedtaket 26. august ikke behandlet selskapet som part i saken. Det fremgår ikke av saken at selskapet på annen måte har hatt tilstrekkelig adgang til å få formidlet sine synspunkter til Finanstilsynet før Finanstilsynet traff sitt vedtak. Departementet viser til det rettslige utgangspunktet som redegjort for over, og finner på denne bakgrunn at forvaltningslovens krav til saksbehandling ikke er oppfylt.

Er saksbehandlingsreglene for enkeltvedtak ikke overholdt, «er vedtaket likevel gyldig når det er grunn til å regne med at feilen ikke kan ha virket bestemmende på vedtakets innhold», jf. forvaltningsloven § 41. Departementet bemerker at Finanstilsynets begrunnelse for vedtaket er svært kortfattet, og at det er vanskelig å vurdere i hvilken utstrekning saken er tilstrekkelig utredet, til tross for forhold vedr. saksbehandlingen som omtalt over.

Utfra en samlet vurdering har Finansdepartementet etter dette kommet til at Finanstilsynets vedtak om å pålegge Oslo Børs ASA å stryke obligasjonene utstedt av Solör Bioenergi Holding AB fra notering på Oslo Børs oppheves, og at saken sendes tilbake til Finanstilsynet for ny behandling, jf. forvaltningsloven § 34.

### **3.2.4 Resolution to delist the shares - Royal Caribbean Cruises Ltd. (brev av 08.12.2015)**

#### 1 Introduction

In a letter dated 24 September 2015, Royal Caribbean Cruises Ltd. (“RCL” or the “Company”) applied for delisting of its common stock from Oslo Børs in accordance with the Stock Exchange Act, Section 25 (1), cf. section 15.1 (4) of the continuing obligations for stock exchange listed companies (the “Continuing Obligations”).

#### 2 Background

RCL is currently primary listed on the New York Stock Exchange (“NYSE”) and has been secondary listed on Oslo Børs since 15 August 1997.

In its application, RCL states that the rationale for applying for a delisting from Oslo Børs is that the benefits associated with the secondary listing on Oslo Børs do not continue to outweigh the additional regulatory burdens and, to a lesser extent, costs associated with the listing. In the Company’s view a delisting from Oslo Børs will be in the best interests of the Company and its global shareholder base taken into account the significantly lower trading volume on Oslo Børs compared to the NYSE, the comparative disadvantages experienced by the Company in accessing capital in the Norwegian market and the higher and intensified compliance burdens connected to the listing on Oslo Børs.

Further, the Company is of the opinion that a delisting of the Company’s shares from Oslo Børs does not cause material disadvantage for the shareholders or for the market’s duties and function based on, among other things, that:

- the Company intends to maintain its primary listing on the NYSE;
- the Company contemplates to pay the transfer costs associated with shareholders moving their shares of Company stock from the VPS to a brokerage account where the shares will be tradable on the NYSE;
- the Company plans to maintain its listing on Oslo Børs for three months following receipt of Oslo Børs’ approval in order to provide selling shareholders sufficient time to divest their holdings in the Company;
- an overwhelming number of shares voted in favor of the proposal vs. against the proposal at the Annual General Meeting; and
- the shareholders has been on notice of a potential delisting through it having being submitted to shareholder vote at an earlier meeting.

In the Annual General Meeting held on 28 May 2015, where 84.7 per cent of the shares in RCL were represented, 93.2 per cent of the shares voted in favor of the proposal to delist from Oslo Børs. 12,549,804 shares voted against the delisting (6.7 per cent of the votes cast in the meeting) and 462,102 shares abstained from voting.

Approximately 75 per cent of the 51,594,179 shares registered in the VPS as of the record date 30 March 2015 (the "Record Date") were present at the Annual General Meeting, however, this included only 3 per cent of the 3,105 registered shareholders in the VPS. Of the VPS registered shares, 64 shareholders owning an aggregate of 10,926,078 shares voted against the proposal (21.2 per cent of the VPS-registered shares). Of the 10,926,078 VPS registered shares that voted against the delisting, non-institutional shareholders represented 3,640 of the shares.

Of the 33,627,910 VPS registered shares that voted in favor of the delisting, AWilhelmsen AS and its affiliates were holding 33,543,682 of the shares.

On 6 October 2015, Oslo Børs received a letter from Folketrygdfondet objecting the delisting. Folketrygdfondet has been one of the largest shareholders in RCL following the secondary listing on Oslo Børs, and as of 6 October 2015, Folketrygdfondet held 5.1 million shares in the Company.

Folketrygdfondet's main arguments against a delisting of the Company's shares from Oslo Børs is that:

- There are several Norwegian companies that have a dual listing on Oslo Børs and the NYSE, and taken into account the size of the Company, RCL must be expected to have sufficient administrative resources to comply with the statutory requirements.
- RCL is one of the most traded shares on Oslo Børs. In 2014, the turnover of the Company's shares on Oslo Børs amounted to NOK 20 billion. A delisting would also have negative impacts on the market as a whole.
- The estimated costs of USD 500,000 connected to the listing on Oslo Børs is not material compared to the Company's overall results.
- Seven per cent of the shareholders voted against delisting and all of the Norwegian institutional investors voted against the proposal. The Norwegian shareholders have not been given any exit opportunities. For the Norwegian institutional investors a delisting would have negative impacts, lead to higher costs and a more complicated trading in the shares.

### 3 Evaluation

According to the Stock Exchange Act, Section 25 first paragraph, Oslo Børs may only resolve to delist a financial instrument if it no longer satisfies Oslo Børs' business terms or rules, or if there are other special reasons justifying delisting. Oslo Børs may not delist a financial instrument if this can be expected to cause material disadvantage for the owners of the financial instrument or for the market's tasks and functions.

Furthermore, the Continuing Obligations stipulates the following at section 15.1, fourth paragraph:

"The company may apply to Oslo Børs to have its shares delisted if a general meeting has passed a resolution to this effect with the same majority as required for changes to the articles of association..."

Through its former practice, Oslo Børs and the Stock Exchange Appeals Committee (the "Appeals Committee") (Nw. Børsklagenemnda) has demonstrated which considerations that are considered relevant for evaluating whether an application for delisting should be approved. Oslo Børs must inter

alia assess the balance between the Company's interest – as represented by delisting – and the interests of (minority) shareholders that will be served by the listing continuing. Traditionally, Oslo Børs has attached relatively great weight to the interests of the minority shareholders and the disadvantages that delisting would normally cause them, as they normally will lose the protection that is provided by the provisions of the stock exchange and securities legislation if the company is delisted. However, the circumstances of the individual case must be taken into account as part of the overall consideration.

With regard to dual listed companies, the main rationale for accepting voluntary delistings has been that the shares of the company will have an alternative corresponding trading place providing the shareholders with continuing access to transparent and organized trading following the delisting. The continued listing on another market place will also ensure that the company continues to be subject to stringent securities legislation and stock exchange rules, including inter alia disclosure requirements and periodic financial reporting obligations.

RCL will continue its listing on the NYSE, and subject to the shareholders fulfilling transfer of the shares, the shareholders in RCL will have the possibility to trade in the Company's shares on another regulated market place. The Company will be subject to U.S. securities and stock exchange legislation, which, apart from certain minor deviations, is corresponding or more stringent than the Norwegian rules. The continued listing on the NYSE weigh in favor of accepting the delisting of the Company.

In the previous cases involving dual listed companies, the percentage of the shareholding that has voted in favor of the delisting proposal has generally been very high (between 99 per cent and 100 per cent of the votes cast, except for Golar LNG where 93.46 per cent of the votes cast voted in favor). In the Annual Shareholder Meeting described in item 2 above, 93.2 per cent of the votes cast were in favor of the delisting. As such, the Company's desire to be delisted has been expressed by the application for delisting which was approved with support from a vast majority at the Annual General Meeting.

Of the VPS registered shares, 64 shareholders voted against the delisting proposal (10,926,078 shares). In the letter dated 6 October 2015, Folketrygdfondet emphasizes that most likely all the Norwegian institutional investors voted against the proposal at the Annual General Meeting. Oslo Børs expects that this is mainly due to the fact that a large part of these investors normally have restrictions in their investment mandates and that these shareholders will be required to dispose of their shares in the Company if the Company is delisted and/or that the delisting may lead to higher costs and a more complicated trading in the shares.

In the application, the Company acknowledges the fact that certain of its institutional investors will be restricted by their mandates from investing in the Company's shares following the delisting from Oslo Børs. In order for the institutional (and other) investors to dispose of their shares if needed or desired, the Company has informed Oslo Børs that it intends to maintain its listing on Oslo Børs for three months following the receipt of the delisting approval. In Oslo Børs' view, this will give the shareholders reasonable time to dispose of their shares either in the Norwegian or in the US market, also taken into account the current trading volume in the RCL share.

Institutional investors have generally been given less consideration when Oslo Børs has assessed delisting applications. This is because they generally will be in a better position to attend their interests compared to other (retail) investors, also in the event of a delisting. In case 1/2015 the Appeals Committee stated that that committee is "not, however, of the view that their interest should be entirely ignored. These may carry a certain importance, but this will normally not be as weighty". As described above, investment mandates will restrict many institutional investors from

continuing their investments in RCL if Oslo Børs approves the delisting of the Company. Certain of these investors, such as Folketrygdfondet, are long-time investors that have large investments in the Company. It must be attached some weight to the fact that the delisting will have a negative impact for such investors. The Company has on the other hand argued that individual investment mandates should not dictate whether a Company should continue its secondary listing.

The delisting of RCL from Oslo Børs may also have negative impacts on the other minority shareholders. For example, the shareholders registered in the VPS must transfer their shares to a new account. In its application, the Company has stated that they will arrange for the shareholders registered in the VPS to be able to trade its shares on the NYSE following a delisting from Oslo Børs. In line with market practice, the Company will reimburse the Norwegian shareholders for the cost to open an account to hold US shares as well as the costs charged to execute the transfer of shares. There were 11 VPS registered retail investors who voted against the delisting proposal. This must be accorded certain weight in the overall assessment, even though the number of objecting shareholders is relatively low compared to the total number of shareholders registered in the VPS.

In its letter to Oslo Børs dated 6 October 2015, Folketrygdfondet further underlines that a delisting of RCL would have negative impacts on the market as a whole. There is currently a high liquidity in the RCL share on Oslo Børs. In the period from 28 May 2015 up until 20 November 2015, the trading volume in the RCL share has been 13,384,671 shares divided into 141,026 trades amounting to a total value of approximately NOK 9.4 billion (including auto match, OTC and derivate related transactions). The Company has argued that the daily trading volume on the NYSE has been approximately 2.5 million shares representing 93 per cent of the annual trading volume over the last year. Based on information from other sources Oslo Børs is, however, of the view that the distribution of trading in the RCL share is significantly more fragmented. According to Bloomberg's fragmentation report, RCL was traded on more than 35 different exchanges, MTFs, dark venues and venues for OTC reported trades, in 2014. The largest portion of the daily volume of approx. 2.5 million shares in the U.S. were OTC trades reported to FINRA ADF (25.63 per cent of the total volume). The NYSE was the largest trading venue with 17.66 per cent (approx. 440,000 shares/day), while Oslo Børs' market share was 7.94 per cent (approx. 200,000 shares/day) of the total trading volume in RCL in 2014. The overall split between the trading volumes in Europe and the U.S. was about 15 per cent in Europe compared to about 85 per cent in the US, again according to Bloomberg.

According to the Stock Exchange Act, Section 25 first paragraph, Oslo Børs may not delist a financial instrument if this can be expected to cause material disadvantage for the market's tasks and functions. RCL is one of the most traded shares on Oslo Børs and is included in several of the indexes of the exchange, and with a significant number of exchange traded derivatives linked to it. Funds and investors following the relevant indexes of Oslo Børs have invested in the RCL share, and many of them will have to divest the shares if RCL is no longer a member of these indexes. The RCL share is obviously very important to Oslo Børs and the Norwegian financial market. However, the impact of a delisting of RCLs shares from the exchange cannot be regarded as having such serious implications that it causes a material disadvantage for the market's tasks and functions.

The Company has also argued that the dual listing involves additional regulatory burdens as well as risks associated with being subject to different and potentially conflicting regulatory regimes. Oslo Børs does not share the Company's views on the burdens associated with the dual listing. Firstly, the Company has been listed on Oslo Børs since 1997 and must in Oslo Børs' view be well aware of the regulatory obligations pertaining to the Oslo Børs listing. Further, Oslo Børs has inter alia made a comparison between the two regulatory regimes that demonstrates that there are very few additional regulatory obligations connected with a secondary listing on Oslo Børs. Also, there are a number of companies listed on Oslo Børs that are also subject to the NYSE and U.S. regulatory

regimes and Oslo Børs does not have experience with companies finding it neither difficult nor risky to be subject to these two sets of regulatory regimes.

#### 4 Conclusion

Oslo Børs has considered the reasons that support delisting of the Company and weighed these against the interests of the minority shareholders and the market's duties and function.

Based on the fact that a large majority of the shareholders have voted in favor of the delisting, that the Company's shares will continue to be listed on NYSE and that the Norwegian shareholders registered in the VPS will be handled in line with market practice by the Company reimbursing the costs for the transfer and providing information to such shareholders on how the transfer should be affected, Oslo Børs is of the opinion that RCL's application for delisting should be approved.

In order for the current Norwegian shareholders to be able to sell their shares if required, Oslo Børs finds it appropriate to set the last day of listing to 8 March 2016, in accordance with the proposal from the Company.

Oslo Børs has on 8 December 2015 made the following resolution:

*"The shares in Royal Caribbean Cruises Ltd. are to be delisted from Oslo Børs. The last day of listing of the shares will be 8 March 2016."*

This decision can be appealed to the Stock Exchange Appeals Committee within two weeks, cf. the Stock Exchange Act, Section 40. Oslo Børs notes that the Appeals Committee in case 2/2015 considered a minority shareholder to have the right to appeal (Nw.: rettslig klageinteresse) in a case concerning delisting of a company from Oslo Børs.

## 4 LØPENDE UTSTEDERREGLER

### 4.1 Likebehandling av aksjonærer

#### 4.1.1 Børsklagenemndens sak 3/2015: Sparebank1 Østfold Akershus – klage over Oslo Børs ASAs vedtak om å ilegge selskapet overtredelsesgebyr

Avgjørelse 24. november 2015 av klage fra SpareBank1 Østfold Akershus over Oslo Børs ASAs vedtak 23. september 2015 om å ilegge SpareBank1 Østfold Akershus overtredelsesgebyr med hjemmel i børsforskriften § 31 jf. løpende forpliktelser punkt 2.1.

##### 1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Oslo Børs ASA («Oslo Børs» eller «børsen») fattet 23. september 2015 slikt vedtak:

For brudd på kravet til likebehandling etter løpende forpliktelser 2.1, ilegges SpareBank1 Østfold Akershus et overtredelsesgebyr på tre ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 480.000,- kroner, jf. børsforskriftens § 31 og løpende forpliktelser punkt 15.4.

SpareBank1 Østfold Akershus («banken eller «klager») påklaget vedtaket i brev 14. oktober 2015. Klagefristen er to uker, men børsen har i e-post 1. oktober 2015 gitt én ukes fristutsettelse til 14. oktober 2015. Klagen er derfor rettidig fremsatt.

Oslo Børs har ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble ved brev 28. oktober 2015 oversendt Børsklagenemnden for behandling sammen med børsens merknader til klagen, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Klager innga tilleggsbemerkning til klagen 10. november 2015.

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

##### 2. Om selskapet

SpareBank1 Østfold Akershus er en selvstendig bank i SpareBank1-alliansen og har i dag ni kontorer. Banken tilbyr alle finansielle produkter og tjenester til personmarkedet, samt små og mellomstore bedrifter.

Egenkapitalbevisene i SpareBank1 Østfold Akershus har vært notert på Oslo Børs siden 1. november 2005 med ticker SOAG. Det ble omsatt 64.815 egenkapitalbevis i 2. kvartal 2015 til en verdi av NOK 8.783.694. Det ble gjennomført 129 handler i 2. kvartal 2015. Selskapet hadde pr. 25. august 2015 totalt 901 egenkapitalbevisiere.

Sparebankstiftelsen Østfold Akershus og Sparebankstiftelsen Halden (heretter sammen benevnt «sparebankstiftelsene») er bankens største egenkapitalbevisiere, og eide på tidspunktet for den rettede emisjonen til sammen 84,15 % av bankens egenkapitalbevis.

##### 3. Sakens bakgrunn



I sitt brev av 5. juni 2015 til børsen har banken opplyst at det ble påbegynt en emisjonsprosess i midten av februar 2015 grunnet et behov for å styrke bankens rene kjernekapital. SpareBank1 Markets og Arctic Securities bisto banken som tilretteleggere i emisjonsprosessen. Sparebankstiftelsene ble inkludert i emisjonsprosessen på et tidlig tidspunkt.

Banken opplyser at det ble avholdt et møte med sparebankstiftelsene 16. mars 2015 hvor ulike emisjonsmodeller ble gjennomgått. Ifølge banken hadde sparebankstiftelsene (og i første rekke Sparebankstiftelsen Østfold Akershus) klare synspunkter rundt gjennomføring av en emisjon, herunder pris, og disse var også negative til at kapitalinnhentingene skulle gjennomføres som en fortrinnsrettsemisjon.

I begynnelsen av april 2015 oppsto det ifølge banken igjen diskusjon mellom tilretteleggerne og Sparebankstiftelsen Østfold Akershus. I midten av april 2015 hadde de to sparebankstiftelsenes styre vedtatt å tegne egenkapitalbevis for til sammen NOK 130 millioner av et antatt emisjonsbehov på NOK 150-175 millioner, med en reparasjonsemisjon på ca. NOK 25 millioner. Sparebankstiftelsen Østfold Akershus ville tegne seg for NOK 70 millioner (NOK 37,4 millioner mindre enn det som var nødvendig for å opprettholde sin eierandel), mens Sparebankstiftelsen Halden ville tegne seg for NOK 60 millioner kroner (NOK 4 millioner mindre enn det som var nødvendig for å opprettholde sin eierandel). Tegningene skulle endelig besluttes på generalforsamlinger i sparebankstiftelsene 20. mai 2015.

Den 6. mai 2015 besluttet styret i banken at det skulle gjennomføres en rettet emisjon, med bestillingsperiode mellom 13. mai 2015 og 20. mai 2015. Tegningskursen ble satt til NOK 105 per egenkapitalbevis. Gjennomføring av den rettede emisjonen var betinget av styrets godkjenning, nødvendige vedtak fra representantskapet om forhøyelse av eierandelskapitalen og tillatelse fra Finanstilsynet.

Ifølge opplysninger mottatt fra banken ble det i samråd med tilretteleggerne bestemt at de fem største egenkapitalbeviserne skulle inviteres til å delta i den rettede emisjonen. Pareto AS («Pareto»), som hadde en eierandel i banken på 0,74 %, stilte som betingelse at de måtte tilbys en allokering på mellom NOK 30-45 millioner dersom de skulle være villige til å delta i en emisjon. MP Pensjon PK («MP Pensjon») (0,99%) la inn en bestilling på NOK 15,75 millioner. Den tredje største egenkapitalbeviseren, Verdipapirfondet Eika utbytte, ble også kontaktet, men ønsket ikke å motta innsideinformasjon og mottok derfor ikke tilbud om å delta i den rettede emisjonen. Sammen med tegningene fra sparebankstiftelsene, ble det dermed mottatt tegninger for til sammen minimum NOK 175 millioner, som ble ansett som tilstrekkelig. Endelig styrevedtak om rettet emisjon ble truffet 20. mai 2015.

Den 21. mai 2015 offentliggjorde banken børsmelding om at styret hadde vedtatt en rettet emisjon med bruttoproveny på om lag NOK 175 millioner rettet mot norske institusjonelle og profesjonelle investorer med utstedelse av 1.666.666 nye egenkapitalbevis, til en tegningskurs på NOK 105 (betinget av godkjenning fra representantskapet), samt at det skulle gjennomføres en etterfølgende reparasjonsemisjon («reparasjonsemisjonen») og en ansattsemisjon.

Tildelingen i den rettede emisjonen fremgår av tabellen under.

Investor	Tegning		Tildeling	
	NOK	# EKB	NOK	# EKB
Sparebankstiftelsen Østfold Akershus	70.000.000	666.666,7	69.999.930	666.666
Sparebankstiftelsen Halden	60.000.000	571.428,6	59.999.940	571.428
MP Pensjon PK	15.750.000	150.000,0	15.491.805	147.541

Pareto AS	30.000.000	285.714,3	29.508.255	281.031
Totalt	175.750.000	1.673.810	174.999.930	1.666.666

På representantskapsmøtene avholdt 11. juni 2015 ble styrets forslag om rettet emisjon, samt etterfølgende reparasjonsemisjon og ansattemisjon, enstemmig vedtatt. Reparasjonsemisjonen skulle gjennomføres på tilsvarende kurs som i den rettede emisjonen og skulle bestå av inntil 273.930 egenkapitalbevis tilsvarende et bruttoproveny på inntil NOK 28,76 millioner.

Banken utarbeidet et EØS-prospekt som noteringsprospekt for egenkapitalbevisene som skulle utstedes i den rettede emisjonen samt tilbuds- og noteringsprospekt for reparasjonsemisjonen og ansattemisjonen som ble godkjent av Finanstilsynet 12. juni 2015. Videre mottok banken vedtak om forhøyelse av eierandelskapitalen fra Finanstilsynet iht. finansieringsvirksomhetsloven § 2b-23 (6) den 12. juni 2015. Det ble ikke rettet noen innvendinger mot fastsatt tegningskurs.

Tegningsperiodene i reparasjonsemisjonen og ansattemisjonen startet 16. juni 2015 og varte i to uker med utløp 30. juni 2015. Bankens styre vedtok allokeringen i reparasjonsemisjonen dagen etter utløpet av tegningsperioden, som offentliggjort ved børsmelding 2. juli 2015. Reparasjonsemisjonen ble ifølge børsmeldingen overtegnet med ca. 220 %.

Pareto og MP Pensjon økte sine eierandeler i banken fra henholdsvis 0,74 % og 0,99 % til 3,11 % og 2,13 %, og er etter gjennomføring av den rettede emisjonen og reparasjonsemisjonen bankens 3. og 4. største eiere.

Espedal & Co AS fremsatte klage til Finanstilsynet datert 27. mai 2015. I klagen blir det pekt på at emisjonen innebar en forskjellsbehandling mellom de eksisterende egenkapitalbevisene til en betydelig rabatt. Klagen ble videresendt til Oslo Børs. Oslo Børs har videre mottatt en muntlig henvendelse fra en annen egenkapitalbeviser som peker på at noen egenkapitalbevisere fikk anledning til å delta i emisjonen på bedre betingelser enn øvrige eiere.

I e-post av 3. juni 2015 rettet Oslo Børs enkelte spørsmål til banken vedrørende børsmeldingen av 21. mai 2015, hvor banken ble bedt om å redegjøre blant annet for begrunnelsen for beslutningen om rettet emisjon fremfor en fortrinnsrettsemisjon, beskrivelse av prosessen for gjennomføringen av den rettede emisjonen og fremgangsmåten for fastsettelse av tegningskursen. Børsen fikk svar på sin henvendelse ved brev fra banken datert 5. juni.

Det har også vært ytterligere korrespondanse/ informasjon i saken mellom børsen og henholdsvis banken og tilretteleggerne, herunder:

- epost til banken fra børsen 19. juni
- brev til børsen fra banken 30. juni
- epost fra børsen til Sparebank 1 Markets og Arctic Securities 15. juli
- brev til børsen fra banken 7. august
- børsmelding 2. juli
- brev fra banken til børsen 8. september

#### 4. Rettslig grunnlag

Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper av juli 2013 punkt 2.1 første og annet ledd:

(1) Børsnoterte selskaper skal likebehandle innehaverne av deres aksjer. Selskapet må ikke utsette innehaverne av aksjene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra selskapets og innehavernes felles interesse

(2) I forbindelse med omsetning eller utstedelse av aksjer eller rettigheter til slike, må selskapets styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte ikke treffe tiltak som er egnet til å gi dem selv, enkelte innehavere av aksjer eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller selskapet. Det samme gjelder ved omsetning eller utstedelse av aksjer eller rettigheter til slike innen konsern som selskapet inngår i.

Børsforskriften § 31 første ledd og annet ledd bokstav a):

(1) Ved brudd på bestemmelser i børsloven eller denne forskrift eller ved vesentlige brudd på regulert markedes regler og forretningsvilkår, kan regulert marked vedta å ilegge utstedere av finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på vedkommende regulerte marked et overtredelsesgebyr som skal betales til det regulerte markedet

(2) Overtredelsesgebyr skal fastsettes etter følgende regler:

a) Overtredelsesgebyr for utstedere av finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på regulert marked kan maksimalt utgjøre 10 ganger årlig kursnoteringsavgift for hver overtredelse som kan sanksjoneres med overtredelsesgebyr, beregnet ut fra den senest fakturerte totale årlige kursnoteringsavgift for det finansielle instrument overtredelsen refererer seg til

## 5. Børsens vedtak

Oslo Børs fattet 23. september 2015 vedtak som referert under punkt 1.

### 5.1 Rettslig utgangspunkt

Det rettslige utgangspunkt for børsens vedtak er i hovedtrekk beskrevet som følger:

Børsen viser til løpende forpliktelser punkt 2.1 og at den samsvarer med likebehandlingsregelen slik den er formulert i vphl. § 5-14. Ifølge børsen må første og annet ledd i bestemmelsene sees i sammenheng ved vurderingen av om det foreligger brudd på likebehandlingsregelen og at:

vurderingstema blir i praksis om 1) det er truffet et tiltak som er egnet til å forskjellsbehandle innehaverne av selskapets finansielle instrumenter eller til å gi en fordel for en innehaver eller andre på selskapets eller øvrige innehavernes bekostning, og i så tilfellet 2) om dette har et saklig og forsvarlig grunnlag i utsteders og innehavernes felles interesser. Hva som er et legitimt formål vil kunne avhenge av hvilke finansielle instrumenter tiltaket relaterer seg til.

Børsen viser videre til redegjørelsen i Børssirkulære 2/2014, og skriver at det «ikke [er] tilstrekkelig at tiltaket er motivert ut fra et relevant formål; det stilles også krav til forholdsmessighet. I de tilfeller der det er foretatt rettede emisjoner vil det blant annet være relevant å vurdere hvilke handlingsalternativer utsteder står overfor».

Videre uttaler børsen følgende:

Børsen vil ved håndhevelsen av bestemmelsen være forsiktig med å sette sitt skjønn over det forretningsmessige skjønn og den bransjekunnskap som ligger til grunn for utsteders finansielle og operative mål. Børsstyret har i tidligere saker uttrykt at man som utgangspunkt

ikke vil overprøve selskapets vurdering av rimelighet og saklighet, og i tilfellet bare dersom forskjellsbehandlingen er klart usaklig, grovt urimelig eller det er tatt utenforliggende hensyn.

## 5.2 Vurdering

### *Om det foreligger forskjellsbehandling*

Børsen referer til at det kun var de fem største egenkapitalbeveiseierne (sett bort fra én forvalterkonto) som ble invitert til å delta i den rettede emisjonen, og at ettersom sparebankstiftelsene ikke hadde anledning til å tegne seg for sin proratariske andel av en tiltenkt emisjon på om lag NOK 200 millioner, ble Pareto og MP Pensjon gitt mulighet til å tegne seg for den delen av emisjonen som sparebankstiftelsene hadde varslet at de ikke ville tegne seg for. Pareto og MP Pensjon fikk en tildeling som var henholdsvis 22,8 og 8,9 ganger større enn deres forholdsmessige andel i den rettede emisjonen basert på eierandel før emisjonen.

Børsen mener «det er utvilsomt at emisjonskursen på NOK 105 representerte en betydelig rabatt sammenliknet med sluttkursen 20. mai 2015 (NOK 146,50), som var siste handelsdag før offentliggjøring av den rettede emisjonen. Volumvektet gjennomsnittskurs de 30 siste handelsdagene før offentliggjøring av emisjonen var NOK 141,95».

Børsen skriver videre at:

Egenkapitalbeveiseierne som ikke ble invitert til å delta i den rettede emisjonen fikk ikke mulighet til å foreta en tilsvarende overtegning som Pareto og MP Pensjon i den etterfølgende Reparasjonemisjonen.

Børsen er derfor av den oppfatning av det er på den rene at det er truffet tiltak som er egnet til å forskjellsbehandle Bankens egenkapitalbeveiseiere. Sett hen til den betydelige overtildelingen til Pareto og MP Pensjon i den rettede emisjonen, er Børsen videre av den oppfatning at forskjellsbehandlingen er av alvorlig karakter.

Spørsmålet blir dermed om den aktuelle forskjellsbehandlingen har et saklig og forholdsmessig grunnlag i Bankens og egenkapitalbeveiseiernes felles interesser.

### *Om forskjellsbehandlingen er saklig begrunnet*

Børsen skriver følgende om vurderingstemaet:

Vurderingen av om likebehandlingsregelen er krenket i forbindelse med en rettet emisjon må baseres på de konkrete omstendigheter i den aktuelle saken, herunder arten og graden av forskjellsbehandlingen, en avveining av de hensyn som taler for og mot gjennomføringen av transaksjonen, og utstederes saksbehandling.

Saklighetskriteriet skjerpes der den rettede emisjonen innebærer en økonomisk fordel for tegneren på bekostning av selskapets øvrige innehavere av finansielle instrumenter ved at det gis en emisjonsrabatt. Videre skjerpes kravet til saklighet ytterligere der likhetsprinsippet krenkes, dvs. der emisjonen helt eller delvis rettes mot enkelte utvalgte eksisterende innehavere av finansielle instrumenter. I dette tilfellet foreligger det som omtalt over både en stor emisjonsrabatt, samt en forskjellsbehandling mellom eksisterende innehavere av egenkapitalbevis.

Et skjerpet krav til saklighet innebærer blant annet et skjerpet krav til hva som vil være den forventede økonomiske fordel for selskapet ved gjennomføringen av transaksjonen, og et skjerpet krav til vurderingen av alternative beslutninger. Det bør eksempelvis kunne påvises vesentlige svakheter ved alternative finansieringsløsninger.

Formålet om gradvis å styrke bankens egenkapital for å tilfredsstille kommende regulatoriske krav til kjernekapitaldekning er ifølge børsen et legitimt formål, og må kunne antas også å komme øvrige egenkapitalbeveiseiere til gode. Børsen presiserer imidlertid at det etter deres syn ikke har foreligget noe akutt behov for økt soliditet.

Når det gjelder kravet til forholdsmessighet – fellesskapets vinning må veies mot ulempen for den enkelte – viser børsen til at de tidligere har uttalt at beslutningen neppe vil være saklig dersom det kan oppnås tilnærmet samme gevinst for selskapet med alternative tiltak som innebærer mindre inngrep i innehavernes rettigheter. Børsen understreker at «når rabatten er betydelig, som i dette tilfellet, så øker aktsomhetskravet til den videre prosessen».

Børsen «finner grunn til å reagere på at Banken ved sin gjennomføringsmetode legger opp til at man gir to (tre medregnet Eika) av Bankens eksisterende egenkapitalbeveiseiere muligheten til å foreta en betydelig overtegning til en sterkt rabattert pris», og at disse tre egenkapitaleierne ved en forholdsmessig tegning måtte overtegnet seg med 460% i den rettede emisjonen. Børsen skriver videre at «[n]år Eika i tillegg ikke ville delta i den rettede emisjonen, ble denne skjevfordelingen ytterligere forsterket». Børsen viser herunder til at Paretos tildeling i den rettede emisjonen var 22,8 ganger større enn deres forholdsmessige eierandel tilsa.

Børsen mener det ville vært mulig i større grad å ivareta interessene til de mindre egenkapitalbeveiseierne ved gjennomføringen av den rettede emisjonen, og skriver at

På tidspunktet da styret i banken vedtok å gjennomføre en rettet emisjon visste man allerede at Sparebankstiftelsene ville delta med et samlet beløp på NOK 130 millioner (riktignok forutsatt godkjenning i generalforsamlingen i Sparebankstiftelsene). Basert på en total emisjonsstørrelse på NOK 200 millioner, skulle det altså innhentes tegninger for ytterligere NOK 70 millioner i den rettede emisjonen og den etterfølgende Reparasjonsemisjonen. For Børsen er det to handlingsalternativer som fremstår som adekvate for den rettede emisjonen:

- Forhåndsannonsert rettet emisjon
- Tilbud til en bredere gruppe investorer i den rettede emisjonen

Børsen peker på at åpenhet rundt rettede emisjoner hvor også en større gruppe investorer gis mulighet til å tegne seg generelt vil være positiv for å ivareta likebehandlingskravet og at mange rettede emisjoner som gjennomføres i markedet i dag er forhåndsannonserte.

Børsen viser videre til sin uttalelse i Vedtak og uttalelser 2014 pkt. 4.1.1 (*Songa Offshore SE*) om at «man har forståelse for at utstedere kan komme i vanskelige dilemmaer i situasjoner der selskapet er avhengig av å etterkomme eksempelvis en større aksjonærs betingelser for å gjennomføre en redningsaksjon med vedkommende aksjonærs støtte». Etter børsens syn «går det imidlertid en grense for hva styret på vegne av aksjonærfellesskapet kan akseptere av slike betingelser fra enkeltaksjonærer». Videre finner børsen grunn til å kritisere at et vilkår for tegningen fra en investor etterkommes uten at tilbudet om tegning med tilsvarende rabatt har blitt rett mot flere enn to (tre med Eika) eksisterende eiere i tillegg til Sparebankstiftelsene.

Børsen viser til bankens kommentar om at man ved å kontakte de 20 største egenkapitalbeviserne kun ville økt tilbudskretsen med ytterligere 2,05% av eierandelen, og at eventuelle investorer som da ville blitt kontaktet i stor grad var privatpersoner. Børsen anfører at «[v]ed å rette tilbudet mot en større gruppe av eksisterende egenkapitalbevisere ville Banken imidlertid sikret en mer betryggende prosess der man ville fått en bedre og bredere oversikt over interessen for egenkapitalbevisene».

Børsen konkluderer med at de aktsomhetskrav som påhviler banken og dets styrende organer ved gjennomføringer av rettede emisjoner ikke er ivaretatt.

Når det gjelder *reparasjonsemisjonens betydning* viser børsen til tidligere praksis og Børssirkulære 2/2014 og skriver at:

etterfølgende reparasjonsemisjoner vil kunne være et relevant og nødvendig tiltak for å sikre likebehandling av innehavere ved gjennomføring av rettede emisjoner, og at en slik transaksjon kan få særlig betydning som et reparerende tiltak der den rettede emisjonen innebærer en forskjellsbehandling mellom eksisterende innehavere. Det stilles imidlertid krav om at reparasjonsøvelsen må gjennomføres så raskt som mulig etter den rettede emisjonen, til samme kurs og tilby et antall aksjer som medfører at øvrige aksjonærer ikke utvannes i forhold til de aksjonærene som fikk delta i den rettede emisjonen.

Reparasjonsemisjonen i foreliggende sak ble gjort til samme pris som den rettede emisjonen, og børsen mener den også ble gjennomført innen et akseptabelt tidsrom etter gjennomføringen av den rettede emisjonen, og at reparasjonsemisjonens størrelse var tilstrekkelig til å sikre at de egenkapitalbeviserne som tegnet seg i reparasjonsemisjonen beholdt sine organisatoriske rettigheter og sin forholdsmessige eierandel. Børsen mener imidlertid at kravet til likebehandling tilsier at de øvrige aksjonærer ikke utvannes *i forhold til de aksjonærer som fikk delta i den rettede emisjonen*, og skriver at innvanningen av Pareto og MP Pensjon er «så betydelig, og disse har etter Børsens syn fått en slik økonomisk fordel, at det må legges til grunn at Reparasjonsemisjonen ikke har hatt en full reparerende effekt for minoritetsegenkapitalbeviserne».

Generelt understreker børsen at selskaper som gjennom en børsnotering velger å invitere småaksjonærer til å bidra med risikokapital, påtar seg et særlig ansvar for ikke å tilsidesette deres interesser.

### *Sanksjon*

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

Børsen skriver videre:

Ved å utarbeide sirkulæret om likebehandling, som ble publisert i september 2014, ønsket Børsen en økt bevisstgjøring rundt utstedernes fokus på likebehandling, særlig ved gjennomføring av rettede emisjoner. Bakgrunnen for sirkulæret var at børsen hadde sett en utvikling der utstedere og deres styrende organer ikke var seg tilstrekkelig bevisste rundt de forpliktelser som følger med likebehandlingskravet. Sirkulæret beskriver detaljert eksisterende praksis, og går også langt i å oppstille særskilte aktsomhetsnormer for utstedere som skal hente inn kapital gjennom rettede emisjoner. For å oppfylle kravet til likebehandling

er det en forutsetning at utstedere søker å tilfredsstille de aktsomhetsnormene det er lagt opp til i sirkulæret.

I sirkulæret er det videre understreket at Børsen vil ha et økt fokus på utstedernes etterlevelse av likebehandlingsregelen.

Børsen har vurdert at Bankens manglende etterlevelse av likebehandlingskravet i forbindelse med gjennomføringen av den rettede emisjonen er en vesentlig overtredelse. Selv om det i utgangspunktet er legitimt å sikre tilstrekkelig soliditet og fremtidig overholdelse av kapitalkrav, er Børsen kritiske til den lukkede prosessen rundt kapitalinnhenting, herunder at Banken har gitt to eksisterende egenkapitalbevisiere mulighet til å foreta en så betydelig overtegning til en rabattert pris. Selv om overtredelsesgebyr i utgangspunktet er en strengere reaksjon enn den som tidligere er ilagt selskaper som har vært i brudd med likebehandlingskravet, finner Børsen, hensyntatt føringer i Børssirkulære 2/2014 og overtredelsens alvorlige karakter, grunn til å sanksjonere Banken med overtredelsesgebyr i det foreliggende tilfellet.

Børsen viser for øvrig til at REC-saken skiller seg vesentlig fra foreliggende sak, og understreker videre at saken ble vurdert før utarbeidelsen av Børssirkulære 2/2014.

Etter en totalvurdering kommer Oslo Børs til at overtredelsesgebyret passende settes til tre ganger årlig kursnoteringsavgift lik 480.000,- kroner.

## 6. Klagers anførsler

### 6.1 Utgangspunkt

Selskapet ber i klagen 14. oktober 2015 om at vedtaket oppheves. Selskapets anførsler i klagen er i hovedtrekk som følger:

Primært anfører klager at *vedtaket er ugyldig på grunn av uriktig faktum og rettsanvendelsesfeil*, og at det ikke foreligger overtredelse av løpende forpliktelser punkt 2.1 fordi «[d]en forskjellsbehandling som har funnet sted var saklig begrunnet og innbar ikke en urimelig fordel på bekostning av Banken eller egenkapitalbevisierne».

Subsidiært ber banken om at Børsklagenemnden overprøver børsens *skjønnsutøvelse*. Banken anfører herunder at børsen overprøver styret i bankens skjønnsmessige vurderinger i en situasjon hvor forskjellsbehandlingen ikke var klart usaklig, grovt urimelig eller det ble tatt utenforliggende hensyn. En slik overprøving innebærer ifølge klager «en innskjerping av børsens og Børsklagenemndens faste praksis som det ikke er grunnlag for basert på den konkrete saken eller omstendighetene ellers. Oslo Børs har ikke kompetanse til slik overprøving».

Atter subsidiært anfører klager, for det tilfellet at brudd med likebehandlingsplikten konstateres, at bruddet ikke er et *vesentlig* brudd på selskapets løpendeforpliktelser, jf. løpende forpliktelser punkt 15.4, og at det dermed ikke er grunnlag for å ilagge overtredelsesgebyr.

Banken viser til at de har redegjort for de faktiske forhold i sitt brev til Oslo Børs 8. september 2015 med merknader til børsens forhåndsvarsel, og gir følgende oppsummering av sitt syn på saken:

- Banken var forut for emisjonene blant de lavest kapitaliserte sparebankene i Norge og hadde et legitimt og avgjørende behov for å styrke sin kapital som følge av nye kapitaldekningsregler. [...]
- Egenkapitalbevis er vesentlig forskjellig fra aksjer og en særnorsk ordning. Det er svært begrenset likviditet i dette instrumentet, særlig for de små og mellom store sparebankene, og investoruniverset for slike sparebanker er betydelig begrenset sammenlignet med allmennaksjeselskaper (eller tilsvarende utenlandske selskaper). En kapitalinnhentingsprosess for sparebanker generelt, og for Banken spesielt, kan ikke sammenliknes med tilsvarende prosesser for andre typer selskaper og må vurderes ut fra de mer begrensede kapitalkilder og handlingsalternativer som er tilgjengelige.
- Banken hadde en svært konsentrert eierstruktur, de to største eierne (sparebankstiftelsene) eide samlet 84,15% av egenkapitalbevisene, og disse hadde ikke kapital til å bidra med sine proratariske andeler i emisjonen. Etter krevende diskusjoner fikk Banken tilsagn om at sparebankstiftelsene kunne bidra med 75% av sine proratariske andeler til en kurs som de fant akseptabel og forutsatt lånefinansiering. Behovet for lånefinansiering medførte videre en tidkrevende (og regulert) saksbehandlingsprosess uten den fleksibilitet som er vanlig i ordinære transaksjoner.
- Av et kapitalbehov på NOK 175 millioner, kunne stiftelsene dekke NOK 130 millioner. De ytterligere 45 millioner måtte dekkes av øvrige eiere eller andre. Tredje største eier av egenkapitalbevis i Banken eide 1,47% og sjette største eier eide 0,5%. Banken oppnådde å få dekning for det resterende beløpet hos de fem største investorene. Etter Bankens beste vurdering var det svært få av de største eierne, utover investorene man henvendte seg til, som hadde vilje, evne eller tidligere historikk med betydelige eksponeringer i sparebanker. Utvalget av investorer som ble kontaktet var basert på objektive kriterier, og selv om man ofte ser at flere investorer blir kontaktet i en rettet emisjon i form av antall, ble langt flere invitert enn normalt når man ser på andel i eierskap. Det var også sentralt at den ene investoren (Pareto) forutsatte en allokering i størrelsesorden minimum NOK 30 millioner. Tegningen medførte at Pareto og MP Pensjon ville få en større andel av den rettede emisjonen enn eierandelen skulle tilsi som følge av stiftelsenes lave deltakelse.
- Banken, i samråd med tilretteleggerne, foretok en grundig vurdering av mottatte tegninger opp mot alternativer om å gå til ytterligere eiere; med den overhengende risikoen for at Pareto ville trekke sin tegning. Hvis denne tegningen hadde blitt trukket, ville Banken etter beste vurdering ikke hatt reelle alternativer blant de øvrige eierne til å dekke opp NOK 30 millioner. Denne risikoen ble vurdert som uforsvarlig gitt Bankens kapitalbehov og de særlige alvorlige konsekvenser for en bank av å feile med en kapitalinnhenting.
- Kursen på Bankens egenkapitalbevis steg i perioden forut for emisjonene, noe som medførte at rabatten i emisjonene isolert sett kan fremstå som ikke ubetydelig. Kursoppgangen i perioden frem mot annonsering av emisjonen var basert på små volumer og syntes bl.a. basert på en forventning om økt utbyttekapasitet, noe det ikke var grunnlag for. Volumveid gjennomsnittskurs over en noe lengre periode viser at rabatten ikke er vesentlig. Det er anledning til å hensynta slik snittkurs særlig når volumet er svært lavt som i dette tilfellet.
- Strukturen forutsatte gjennomføring av en reparasjonsemisjon raskt, til samme kurs og med full anledning til å opprettholde eierandel for de som ikke fikk anledning til å delta i den rettede emisjonen. Forskjellsbehandlingen medførte således ikke en skade for øvrige egenkapitalbevisiere, men at disse gikk glipp av en potensiell oppside ved å kunne vekke seg



opp i egenkapitalbevisene. Reparasjonsemisjonen ble vesentlig overtegnet, og de som overtegnet fikk anledning til i snitt å øke sin eksponering med 45%. Det var likevel bare 44% av eierne som tegnet seg i reparasjonsemisjonen, og bare 54% av ansatteemisjonen ble tegnet. En fortrinnsrettsemisjon ville gitt samme resultat ved at stiftelsene hadde solgt eller gitt fra seg tilsvarende tegningsretter. Det har formodningen mot seg at resultat etter lovens utgangspunkt er usaklig eller urimelig.

- Klage fra Espedal & Co AS («Espedal») ble fremlagt til særskilt behandling i representantskapet i forbindelse med vedtakelse av emisjonene. Representantskapet godkjente enstemmig emisjonene, herunder samtlige representanter for egenkapitalbeviserne. Finanstilsynet har gitt alle påkrevde godkjenninger til emisjonene, inkludert særskilt for tegningskursen. Av 837 egenkapitalbevisere i Banken, er det én som formelt har klaget.
- Banken har forståelse for at det utenfra og i ettertid kan se ut som det var andre tilgjengelige handlingsalternativer enn den valgte fremgangsmåten. Vurderingen til Banken var imidlertid at situasjonen der og da tilsa at det ikke forelå gode alternativer innenfor de risikorammer som var forsvarlige. Børsen har etter Bankens syn ikke forutsetning for fullt ut å sette seg inn i de forretningsmessige vurderinger Banken har foretatt på de relevante tidspunktene. Dette er også bakgrunnen for at Oslo Børs tidligere har lagt til grunn at den ikke kan eller vil overprøve selskapets skjønn med mindre det er klart usaklig, grovt urimelig eller det er tatt utenforliggende hensyn. Dette prinsippet er gjentatt av Oslo Børs senest i børssirkulære i 2014. Banken minner også om domstolens tilbakeholdenhet med å overprøve styrets forretningsmessige vurderinger i styreansvarssaker. Det skal således mye til før Oslo Børs skal overprøve dette skjønnnet. I nærværende sak er det ikke tatt utenforliggende hensyn, det er ikke klart usaklig skjønn og heller ikke grovt urimelig resultat.
- Siden Choice-saken i 2003 (den første saken der likebehandlingsregelen ble sanksjonert) er det gjennomført 1 250 rettede emisjoner på Oslo Børs. Bare i to saker tidligere har børsen ilagt overtredelsesgebyr. Begge disse sakene gjaldt forskjellsbehandling i forbindelse med maktkamper i selskapene, som var et utenforliggende hensyn og en helt annen situasjon enn kapitalinnhentingsprosessen i Banken. Vedtaket, som påklages her, er klart i strid med tidligere praksis og børsens egne uttalte prinsipper. Det finnes ikke holdepunkter i lov, praksis eller hensyn som taler for slik praksisendring.

## 6.2 Faktiske forutsetninger for vedtaket

Klager anfører at faktiske feil ved vedtaket har «avgjørende innvirkning på vurderingen av emisjonens saklighet og forholdsmessighet, styrets uaktsomhet og resultatet av emisjonenes rimelighet».

Klager mener for det første at Oslo Børs har vurdert bankens kapital situasjon feilaktig. Klager viser til at børsen i vedtaket legger vekt på at det ikke har foreligget noe akutt behov for økt soliditet. Klager redegjør nærmere for hvorfor de mener børsen har undervurdert hvor avgjørende det fremstod for banken å sikre en forsvarlig kapitalisering.

For det andre anfører klager at børsen har basert sin vurdering på et feilaktig faktisk grunnlag når den kategoriserer emisjonsrabatten som betydelig. Banken mener det er spesielle forhold som gjør seg gjeldende i denne saken, og redegjør blant annet for hvorfor de mener det er grunn til å se hen til en lenger periode enn kun de siste 30 dagene forut for emisjonen.

Klager anfører for det tredje at handlingsalternativene anført av børsen var for usikre for banken. Banken redegjør herunder for hvorfor de er uenig i børsens vurdering om at det for banken fremsto som realistisk å plassere den rettede emisjonen ved å kontakte et bredere antall egenkapitalbevisiere og derved måtte gjennomføre den rettede emisjonen uten Paretos tegning. Klager skriver blant annet at:

[g]itt også den ekstraordinære risikoen ved feilede kapitaltransaksjoner for sparebanker eller spekulasjoner knyttet til en sparebanks soliditet, som beskrevet nedenfor, mener Banken at det var vesentlige svakheter ved å velge en slik fremgangsmåte fremfor den valgte modellen for den rettede emisjonen. Særlig i lys av risikoen knyttet til å feile i emisjonen, var Banken tvunget til å velge den sikre ruten fremfor den usikre. Noe annet ville vært uforsvarlig.

Klager viser videre til børsens anførsel om at en forhåndsannonsering av emisjonen ville åpne for tilfang av tegninger fra en bredere krets egenkapitalbevisiere, og redegjør for hvorfor banken mener «Oslo Børs undervurderer effekten av krav til soliditet for sparebanker og den ekstraordinære gjennomføringsrisikoen forbundet med emisjoner som følge av risiko for spekulasjoner i en banks soliditet». Klager skriver at «[i]nvestormassen i sin helhet var etter bankens vurdering tjent med lav gjennomføringsrisiko og sikkerhet for at kapital ble skaffet til veie». Klager redegjør for hvordan banken vurderte gjennomføringsrisikoen, og hvorfor banken mente at en modell med en offentlig annonsert emisjon har «vesentlige svakheter sammenlignet med den valgte modellen for den rettede emisjonen».

Klager anfører for det fjerde at Oslo Børs feilaktig har lagt til grunn at interessen i reparasjonsemisjonen tilsier stor investeringsvilje blant bankens egenkapitaleiere for den rettede emisjonen. Klager skriver at «[i]nformasjon om slik overtegning var ikke tilgjengelig for Banken på beslutningstidspunktet. Når børsen likevel vektlegger dette må det være fordi den mener Banken burde forstått det» og klager hevder at «[s]elv om Banken på beslutningstidspunktet skulle ha visst hva tegningsresultatet skulle bli, er dette likevel ingen god indikator på tegningsinteressen i en ikke-annonsert rettet emisjon». Klager redegjør herunder for i) hvorfor den mener «det er en vesentlig forskjell på å tegne i en reparasjonsemisjon der investorene vet at Banken allerede var sikret tilstrekkelig kapital og å tegne i en forutgående rettet emisjon», ii) konsekvensen av at banken ville måttet kontakte de neste 18 største egenkapitalbevisierne for å oppnå en overtegning på ca. NOK 30 millioner som kunne veid opp for bortfallet av Paretos bestilling i den rettede emisjonen, og iii) hvorfor ikke overtegningen i reparasjonsemisjonen nødvendigvis er et utslag av bred tegningsinteresse selv om overtegningen på ca. 220% fremstår som en stor overtegning isolert sett.

For det femte anfører klager at børsen har vurdert ulempene for egenkapitalbevisierne feilaktig. Klager redegjør herunder for at de forskjellsbehandlede egenkapitaleierne gikk glipp av en mulighet, snarere enn å lide tap, samt «at innvanningen av MP Pensjon og Pareto ikke medførte noen endringer i strategiske posisjoner i Banken i den forstand at disse ikke har opparbeidet seg ytterligere organisatoriske rettigheter eller vært gjort som ledd i en eierkonflikt/maktkamp», og at investorene som ikke fikk anledning til å delta i den rettede emisjonen «kunne oppleve at resultatet ble identisk med fortrinnsrettsemisjon dersom sparebankstiftelsene hadde besluttet å selge, eller sågar gitt bort, tegningsretter tilsvarende størrelsene til Pareto og MP Pensjon (eller andre investorer)».

### 6.3 Likebehandlingsplikten

Det er ifølge klager forholdsmessighet mellom fordelene banken oppnår gjennom emisjonene og «den begrensede ulempen egenkapitalbevisierne påføres ved at to egenkapitaleiere oppnår en økt eksponering som følge av at sparebankstiftelsene ikke deltok fullt ut med sine proratariske andeler», og det er derfor ikke brudd på likebehandlingsplikten.

Forholdsmessighetsvurderingen må ifølge klager bygge på et helhetlig skjønn, og klager viser blant annet til følgende forhold, som nærmere redegjort for i klagen:

Klager mener kapitalstusasjonen tilsa at banken hadde et større handlingsrom ved forskjellsbehandlingen enn i et normaltilfelle der banken for eksempel skulle gjennomføre en emisjon for å finansiere vekst.

Videre var det ifølge klager begrensede muligheter til å velge en alternativ tegningskurs og sparebankstiftelsens behov for lånefinansiering tvang frem at tegningskursene måtte avgjøres langt tidligere enn hva som er vanlig for rettede emisjoner generelt.

Vurderingen av hvor mange egenkapitalbevisiere som skal kontaktes i en rettet emisjon, må ifølge klager skje basert på en konkret vurdering i hvert enkelt tilfelle, og det vil alltid være noen egenkapitalbevisiere som befinner seg rett under «stoppstreken». Bankens valg av de fem største eierne bygget på et objektivt kriterium, og klager redegjør nærmere for hvorfor denne avgrensingen ble valgt.

Premisser fra tegnerne nødvendiggjorde ifølge klager en risikovurdering av gjennomførbare alternativer, og klager hevder at fremgangsmåten for gjennomføring av emisjonen ble valgt etter en særlig omfattende saksbehandling med nøye vurderinger av mulige alternative strukturer, bankens kapitalbehov, og også hensyntatt vurderingene av ulempen for øvrige egenkapitalbevisiere ved forskjellsbehandlingen. Klager viser herunder til at temaet i tillegg til å bli behandlet av bankens styre og vurdert av bankens profesjonelle rådgivere, også har vært gjenstand for enstemmig behandling av representantskapet, som da blant annet var kjent med klagen fra Espedal, og at Finanstilsynet ga tillatelse til emisjonen uten innvendinger til emisjonen som sådan eller tegningskursen.

Klager skriver at et viktig punkt i vurderingen av transaksjonsstruktur var «at reparasjonsemisjon skulle vedtas samtidig, gjennomføres innen kort tid til samme kurs og medføre at alle egenkapitalbevisiere i Banken fikk mulighet til fullt ut å opprettholde sin proratariske eierandel i Banken», og videre at «[i] denne saken fikk egenkapitalbevisiere som ønsket å øke sin eierandel i reparasjonsemisjonen anledning til det med i snitt ca. 45% tildeling av overtegningen. Resultatet ble dermed vesentlig større reparasjon enn hva som er markedspraksis».

#### 6.4 Skjønnsutøvelsen

Klager anfører at det synes tvilsomt om børsen har kompetanse til å overprøve bankens skjønn, med mindre det er tatt utenforliggende hensyn, skjønnet er klart usaklig eller det er grovt urimelig resultat.

Klager viser blant annet til juridisk litteratur (Tidsskrift for Forretningsjus nr. 1 for 1995 «Børsens kontroll av aksjerettslige forhold»), Vedtak og uttalelser 1998 s. 89, Vedtak og uttalelser 2003 s. 78, børsens brev til Elkem 19. mars 2002, børs sirkulære 2/2014 og Vedtak og uttalelser 2006 s. 66, og skriver at «Børsens praksis har entydig unnlatt å sanksjonere forskjellsbehandling som ligger innenfor styrets forretningsmessige skjønn» og videre at «[I]ovgivers valg om ikke å sanksjonere brudd på bestemmelsen, samt den begrensede veiledningen i både forarbeider og praksis, tilsier at Oslo Børs bør utvise varsomhet ved sanksjonering av eventuelle brudd på bestemmelsen».

Klager mener at «[i] den nærmere anvendelsen av likebehandlingsprinsippet vil det også være relevant å se hen til aksjelovens bestemmelser om likebehandling, myndighetsmisbruk og styreansvar», og redegjør nærmere for denne anførselen, samt rettspraksis på området.

På denne bakgrunn mener klager at spørsmålet blir «om styrets vurderinger har vært klart usaklige, om det er tatt utenforliggende hensyn i vurderingene eller om resultatet av emisjonene er grovt urimelig. Det bemerkes at det etter ordlyden må anses som å foreligge en høy terskel for å kategorisere noe som 'klart usaklig' eller 'grovt urimelig'»

Ifølge klager har banken foretatt grundige og saklige vurderinger ved fastlegging av transaksjonsstruktur og prising i emisjonene, og det foreligger ingen habilitetsutfordringer. Klager viser videre til Oslo Børs' uttalelse i vedtaket om at det er en grense for hva styret på vegne av egenkapitalbeveiseierfellesskapet kan akseptere av betingelser stilt fra investorer/eier i forbindelse med transaksjoner, og kommenterer at det «er uklart om Oslo Børs mener at styrets vektleggelse av dette kravet er et utenforliggende hensyn eller som en del av forholdsmessighetsvurderingen». Klager mener banken kunne akseptere tegningen som følge av at kravet fra investorene er «et ikke unormalt krav fra institusjonelle investorer ved plasseringer av egenkapitalinstrumenter og at alternative handlingsmåter ikke var gjennomførbare».

Spørsmålet er da ifølge klager «om emisjonene har medført et urimelig resultat». Klager mener det «har formodningen mot seg at et resultat som kan fremkomme ved en struktur som er lovens normalordning og derved åpenbart er lovlig, kan representere et 'grovt urimelig' resultat». Klager viser at resultatet hadde blitt det samme i en fortrinnsrettsemisjon dersom sparebankstiftelsene hadde besluttet å selge (eller gi bort) tegningsretter tilsvarende størrelse til Pareto og MP Pensjon (eller andre investorer), og videre at de forskjellsbehandlede egenkapitalbeveiseierne gikk glipp av en mulighet til å øke sin eksponering, fremfor ikke ha mulighet til å opprettholde sin eksponering.

#### 6.5 *Vilkår om vesentlig overtredelse*

Børsen har etter børsforskriften § 31 og løpende forpliktelser pkt. 15.4 hjemmel til å sanksjonere ved «vesentlige» brudd på utsteders forpliktelser. Klager anfører at et eventuelt brudd på likbehandlingsplikten under enhver omstendighet ikke kan anses som «vesentlig».

Klager gjennomgår børsens tidligere praksis, sammenlikner den med omstendighetene i foreliggende sak, og anfører at:

De forhold som tidligere har begrunnet reaksjon fra børsens side foreligger ikke i denne saken. Dette taler for at en overtredelse uansett ikke er vesentlig eller foranledninger en reaksjon fra børsens side. Dersom Oslo Børs i denne saken skulle velge å sanksjonere et eventuelt konstatert brudd på likebehandlingsprinsippet vil dette, særlig i lys av Choice Hotels-, Opticom, REC – og Songa-sakene nevnt over, fremstå som en vesentlig skjerping av Oslo Børs' sanksjonspraksis.

Klager viser til at børsen i vedtaket begrunner innskjerpingen av praksis med «føringer i børssirkulære 2/2014 og overtredelsens alvorlige karakter». Ifølge klager gir sirkulæret uttrykk for børsens forståelse av likebehandlingsbestemmelsen og at børsen vil ha økt fokus på likebehandling fremover, men det fremgår ikke av sirkulæret at «børsen vil skjerpe sanksjonering, legge en annen rettslig forståelse til grunn eller at styrets forretningsmessige skjønn skal overprøves i større grad enn tidligere» og videre at «[a]lminnelige forvaltningsrettslige prinsipper tilser at det skal mye til for at børsen skal skjerpe sin faste praksis betydelig rett i etterkant av offentliggjøring av et sirkulære hvor nettopp denne faste praksisen blir stadfestet».

Klager viser også til at av bankens 837 egenkapitalbeveiseiere er det kun én som formelt har klaget, og det har ikke vært «nevneverdig medieoppslag utover intervjuer med klager» eller «offentlig kritikk av emisjonene fra bransjeorganer». Dette taler ifølge klager for at det «ikke foreligger børsrettslige hensyn som presserende taler for en sanksjon». Klager mener eventuell misnøye med et slikt vedtak

synes mer å være et selskapsrettslig anliggende enn børsrettslig, og viser herunder til at børsregelverket har et annet formål enn det selskapsrettslige.

For øvrig må det ifølge klager «ha betydning at forskjellsbehandlingen ikke skjedde på bekostning av eierne eller Banken. Overtildelingen har skjedd på bekostning av de to sparebankstiftelsene» og videre at «[d]et er altså snakk om at noen ikke fikk den samme fordel som Pareto og MP Pensjon. Selv om dette er forskjellsbehandling er dette en tilfeldig fordel som man som egenkapitalbeveiseier i utgangspunktet ikke kan ha noen forventning om å få».

### *7. Børsens merknader til klagen*

Klagen ble ved brev 28. oktober 2015 oversendt Børsklagenemnden for behandling sammen med børsens merknader til klagen. Børsen skriver blant annet følgende i sine merknader:

Hensynet bak reguleringen av likebehandling og Børsens varslede fokus på emisjonspraksis som fremgår av Børssirkulæret er at utstedernes etterlevelse av likebehandlingskravet er av stor betydning for å kunne sikre markedets integritet og tillitt, herunder for å sikre at minoritetseieres interesser ikke blir tilsidesatt. Et økt fokus på emisjonspraksis har betydd at Oslo Børs etter et bevisst valg bruker mer ressurser på, og ser nærmere på spørsmål som gjelder likebehandling, herunder rettede emisjoner. Å sikre at slike grunnleggende prinsipper overholdes av markedssaktørene er en nødvendig og viktig del av Børsens kontrollfunksjon.

Som fremholdt har Børsen, under henvisning til de overordnede hensyn til integritet og tillitt, skjerpet sin kontroll med etterlevelsen av bestemmelsen om likebehandling. At Børsen kan prøve og sanksjonere utsteders skjønn knyttet til likebehandlingsspørsmål følger direkte av børsens egne regler LF pkt. 2.1 og 15.4, jf. børsforskriften § 31.

[...]

Når det gjelder bakgrunnen for transaksjonen har Oslo Børs vist til at hensynet til en fornuftig kapitalisering i seg selv fremstår som et legitimt formål, men fastholder at kapital situasjonen ikke fremstår som påtrengende slik situasjonen har vært i enkelte øvrige saker som gjelder likebehandling, se blant annet REC-saken. Etter Oslo Børs syn vil dette derfor ikke være et moment som kan gi styret et større handlingsrom ved avvik fra hovedregelen om fortrinnsrett for eksisterende egenkapitalbeveiseiere. Børsen har ikke overprøvd Bankens grunnleggende premisser om at det var nødvendig med tiltak for å styrke Bankens rene kjernekapital, men legger til grunn at de vurderinger som foretas av styret i den konkrete situasjon må fremstå som saklige, samtidig som slike tiltak ikke medfører et uforholdsmessig eller grovt urimelig resultat. Tidsmomentet i saken indikerer også at styret hadde rimelig tid og anledning til å foreta grundige vurderinger for å sikre en forsvarlig prosess.

[...]

Strukturen Banken la opp til innebar at Pareto og MP Pensjon ble gitt anledning til å tegne seg til en vesentlig rabatt i den rettede emisjonen – i en størrelsesorden som gikk langt utover deres relative eierskap i Banken. Etter Oslo Børs syn var dette ikke en tilfeldig fordel som tilfalt Pareto og MP Pensjon, men en tilsiktet fordel som ble gitt til kun to av Bankens eksisterende egenkapitalbeveiseiere på bekostning av fellesskapet. Strukturen innebar også at det ville være umulig å reparere overtildelingen ved gjennomføring av reparasjonsemisjonen. Det er riktig slik Banken påpeker i klagen at det ikke har forekommet en utvanning av minoritetseierne relativt sett, men transaksjonen var egnet til og resulterte i at Pareto og MP Pensjon oppnådde en uforholdsmessig og grovt urimelig fordel, som ut fra Børsens syn ikke er saklig begrunnet.

Som nærmere redegjort for i vedtaket anser Oslo Børs overtredelsen som vesentlig, og selv om overtredelsesgebyr i utgangspunktet er en strengere reaksjon enn den som tidligere er

ilagt selskaper som har vært i brudd med likebehandlingskravet, finner Børsen derfor grunn til å sanksjonere Banken med overtredelsesgebyr i det foreliggende tilfellet. Det vises forøvrig til Børsens vedtak.

Børsen opprettholder på denne bakgrunn vedtaket.

## 8. *Klagers merknader*

I brev 10. november 2015 kommenterer klager børsens merknader.

### 8.1 *Feil rettsanvendelse og skjønnsutøvelse*

Ifølge klager bruker børsen betegnelsen «alvorlig» som karakteristikk av forskjellsbehandlingen i vedtaket, mens børsen i sine merknader bruker karakteristikk som «grovt urimelig» og «grovt urimelig fordel». Klager hevder at førstnevnte forskjellsbehandling ikke ligger innenfor børsens overprøvings- og sanksjonskompetanse, bl.a. under henvisning til at Oslo Børs i børs sirkulære 2/2014 har tilkjennegitt at de vil øke sin kontroll med likebehandlingsspørsmålet, men ikke endre norm. Klager anfører at børsens begrepsendring er en tilpasning som ikke kan tillegges betydning, da det i så tilfellet ville være tale om endret begrunnelse for vedtaket og derved et nytt vedtak, og banken fastholder på denne bakgrunn at Oslo Børs ikke har kompetanse til å overprøve bankens skjønnsutøvelse i nærværende sak.

### 8.2 *Feil anvendelse av faktum*

Klager mener det er feil når børsen legger til grunn at bankens situasjon som følge av kapitalkrav ikke var relevant ved vurderingen, og at «[b]anken hadde på ingen måte 'fritt handlingsrom' hva gjelder timing, prosess eller transaksjonsstruktur». Klager oppsummerer deler av begrunnelsen fra klagen, herunder at banken ikke hadde anledning til å unnlate å gjennomføre kapitalinnhenting, at stiftelsene hadde absolutte grenser idet at de ikke kunne delta med sine proratariske andeler og at en andel av emisjonen måtte plasseres på andre, at å feile en emisjon er svært alvorlig for en utsteder, særlig for en bank med et regulatorisk kapitalbehov, at en annen transaksjonsstruktur ble grundig vurdert, og ansett som uforvarlig, at investoruniverset for små og mellomstore sparebanker er svært snevert og medfører andre rammevilkår for innhenting i en kapitalinnhentingsprosess, at banken hadde svært konsentrert eierstruktur, hvor de to største eierne som til sammen eide 84,15 % ikke hadde anledning til å bidra med sine proratariske andeler. Klager anfører på denne bakgrunn at «Oslo Børs ikke i tilstrekkelig grad har tatt dette innover seg eller hvordan disse rammevilkårene satt klare begrensinger for hvilke forsvarlige handlingsalternativer som var tilgjengelige for Banken».

Klager skriver videre at Oslo Børs synes å mene at fremlagte styreprotokoller ikke dokumenterer en forsvarlig prosess. Klager viser til prosessen redegjort for i klagen og anfører at «det i denne saken var en særlig grundig og betryggende prosess innad hos Banken hva gjelder spørsmål om likebehandling». Klager mener herunder at styrets vurderinger var grundige og saklige, og at i denne saken ble spørsmålet også satt på spissen for styrets overordnede organ, som godkjente emisjonen enstemmig.

Ifølge klager er rabatten i nærværende sak «ikke så stor som børsen synes å mene, men heller sammenliknbar med tilvarende transaksjoner. Klager viser også til at børsen sammenlikner bankens kapitalinnhentingsprosess med Sparebanken Møre og Melhus Sparebank, og klager redegjør for hvorfor de mener verken ovennevnte banker eller emisjoner er sammenliknbare med nærværende sak.

## 9. *Børsklagenemndens vurdering*

Hovedspørsmålet i saken er om likebehandlingsregelen i verdipapirhandelloven § 5-14 og punkt 2.1 i de løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper er overtrådt. Børsklagenemnden behandler først de rettslige utgangspunkter for denne vurderingen, herunder de anførsler som er gjort gjeldende om at vedtaket innebærer en endring av praksis som det ikke er grunnlag for og at Oslo Børs ikke har kompetanse til å overprøve bankens skjønsmessige vurderinger i saken.

#### Det verdipapirrettslige likebehandlingsprinsipp

Kravet til likebehandling i verdipapirretten kom opprinnelig inn i børsforskriften av 1994. Den ble i 2007 videreført i verdipapirhandelloven § 5-14 som lyder:

(1) Utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel på norsk regulert marked, skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter. Utsteder må ikke utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utstedeers og innehavernes felles interesse.

(2) I forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, må utstedeers styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte ikke treffe tiltak som er egnet til å gi dem selv, enkelte innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utstedere. Det samme gjelder ved omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike innen konsern som utsteder inngår i.

I forbindelse med at bestemmelsen ble overført til verdipapirhandelloven, ble tilsynet med den lagt til Finanstilsynet. Finanstilsynet har ikke hjemmel til å sanksjonere brudd på bestemmelsen. Børsen har imidlertid inntatt en likelydende bestemmelse i de løpende forpliktelser punkt 2.1 og kan ilegge overtredelsesgebyr ved vesentlige brudd på bestemmelsen, jf. børsforskriften § 31 og løpende forpliktelser punkt 15.4.

Bestemmelsens første og annet ledd må ses i sammenheng. Ved anvendelsen av bestemmelsen må det først vurderes om det er truffet tiltak som kan utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling eller er egnet til å gi en fordel for en innehaver eller andre på bekostning av andre innehavere eller utsteder. Dersom dette er tilfellet, må det vurderes om forskjellsbehandlingen har et saklig og forsvarlig (ikke urimelig) grunnlag sett i forhold til utstedeers og innehavernes felles interesser.

Likebehandling er et grunnleggende prinsipp i verdipapirhandelsretten. Prinsippet har stor betydning i det regulerte marked for å sikre markedets integritet og tilliten til markedet. Det gir et minoritetsvern. Som fremholdt av børsen påtar selskaper som inviterer småaksjonærer til å delta med risikokapital seg et særlig ansvar for å ivareta også deres interesser.

#### Endring av praksis

I klagen er anført at vedtaket i saken ikke er i tråd med tidligere praksis og innebærer en vesentlig skjerpning av børsens praksis som det ikke er grunnlag for.

Oslo Børs har i Børssirkulære nr. 2/2014, datert 3. september 2014, behandlet temaer om likebehandling, særlig i forhold til rettede emisjoner. Bakgrunnen fremgår blant annet i Børsstyrets vedtak i saken:

Ved å utarbeide sirkulæret om likebehandling, som ble publisert i september 2014, ønsket Børsen en økt bevisstgjøring rundt utstedernes fokus på likebehandling, særlig ved gjennomføring av rettede emisjoner. Bakgrunnen for sirkulæret var at Børsen hadde sett en utvikling der utstedere og deres styrende organer ikke var seg tilstrekkelig bevisste rundt de forpliktelser som følger av likebehandlingskravet. Sirkulæret beskriver detaljert eksisterende praksis, og går også langt i å oppstille særskilte aktsomhetsnormer for utstedere som skal hente inn kapital gjennom rettede emisjoner. For å oppfylle kravet til likebehandling er det en forutsetning at utstedere søker å tilfredsstille de aktsomhetsnormene det er lagt opp til i sirkulæret.

Børsklagenemnden bemerker at det påligger børsen å følge utviklingen i det regulerte marked nøye, jf. børsloven § 27 og børsforskriften kapittel 4. I utviklingens medfør kan det nødvendiggjøre endring i eller innskjerping av praksis. Rammen for hvilke praksisendringer som kan skje, ligger i regelverket for virksomheten og eventuelle andre rettslige skranker, og det er en forutsetning at endringen praktiseres konsekvent. Innenfor samme rammer kan det gjøres endringer i sanksjonspraksis.

Børsstyret har i vedtaket omtalt enkelte andre saker om likebehandlingsprinsippet og gitt uttrykk for at overtredelsesgebyr i den foreliggende sak er en strengere reaksjon enn det som har vært praksis tidligere. I utgangspunktet vil dette være en naturlig oppfølging av en innskjerping av praksis på området. De omhandlede sakene er avgjort før Børssirkulære nr. 2/2014. Sirkulæret er publisert i god tid før emisjonsprosessen i foreliggende sak ble påbegynt og har vært kjent for banken, jf. bankens uttalelse av 5. juni 2015.

#### Børsens kompetanse ved prøvingen

Banken gjør i klagen gjeldende at vedtaket innebærer at børsen overprøver de skjønnsmessige vurderinger styret i banken har foretatt i en situasjon hvor forskjellsbehandlingen ikke var klart usaklig, grovt urimelig eller det ble tatt utenforliggende hensyn. En slik overprøving innebærer etter klagers oppfatning en endring av praksis som ligger utenfor Oslo Børs kompetanse. Børsens adgang til å overprøve skjønnsmessige beslutninger av et selskapsorgan bør anses begrenset etter retningslinjer i tråd med de som gjelder for domstolenes prøving av forvaltningens frie skjønn.

Spørsmålet er ikke nærmere behandlet av Børsklagenemnden tidligere. Det er imidlertid omtalt i saken om overtredelsesgebyr til Opticom ASA, vedtak og uttalelser 2006 på side 66. Nemnden viste til artikkel av Marius Ryel om «Børsens kontroll av aksjerettslige forhold» i Tidsskrift for Forretningsjus nr. 1 for 1995 side 63 flg. som uttalte «sympati» for det syn banken gjør gjeldende i foreliggende sak. Det ble også vist til Filip Truyens avhandling «Aksjonærenes myndighetsmisbruk» fra 2004, hvor han på side 272 konkluderer med at man ikke på generell basis kan begrense domstolsprøvelsen av generalforsamlingens hensiktsmessighetsskjønn. I den saken var det imidlertid ikke nødvendig å gå nærmere inn på prøvingsspørsmålet.

Børsklagenemnden vil først vise til at det overordnede rettslige rammeverket ikke oppstiller begrensninger i børsens kompetanse i saker om likebehandlingsprinsippet. Etter loven skal børsen ha en høy faglig kompetanse, ledes av et kollegialt organ, og i sin overvåkingsfunksjon ha en rask og sikker tilgang til informasjon og en særlig nærhet til markedet. Som følge av dette er utgangspunktet ved prøvingen et annet enn ved domstolskontrollen med forvaltningen. Børsklagenemnden vil også bemerke at reglene om domstolens prøving av forvaltningens vedtak har tatt utgangspunkt i situasjoner hvor forvaltningen har utøvd et fritt skjønn. I denne saken er det tale om å vurdere om et regelbundet krav om likebehandling er oppfylt, hvor samme begrensning i prøvelsesadgangen ikke er naturlig.



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

I forlengelsen av uttalelsen om tilbakeholdenhet ved overprøvingen gjentar Børsstyret det som er uttalt i Børssirkulære nr. 2/2014 om at «børsen i tidligere saker (har) uttrykt at man som utgangspunkt ikke vil overprøve selskapets vurdering av rimelighet og saklighet, og i tilfelle bare dersom forskjellsbehandlingen er klart usaklig, grovt urimelig eller der det er tatt utenforliggende hensyn». Det er uklart om Oslo Børs i sirkulæret har fraveket dette utgangspunktet. Slik forholdene i denne saken ligger an, har dette ikke betydning for Børsklagenemndens avgjørelse.

I sitt nærmere begrunnede vedtak peker Børsstyret på at banken ikke har ivaretatt de aktsomhetskrav som påhviler den og viser til overtredelsens alvorlige karakter. I merknadene til klagen er uttalt at transaksjonen «var egnet til og resulterte i at Pareto og MP Pensjon oppnådde en uforholdsmessig og grovt urimelig fordel som det etter børsens syn ikke var saklig grunnlag for». Børsklagenemnden kan ikke se at dette innebærer en ny, etterfølgende begrunnelse for vedtaket, som anført av banken. Om karakteristikken ikke er akkurat de samme, er det de samme faktiske og rettslige forhold og vurderinger som har vært avgjørende. Børsklagenemnden går etter dette over til den konkrete vurderingen av saken.

#### Foreligger det forskjellsbehandling?

Det er ubestridt at det foreligger forskjellsbehandling. Ettersom sparebankstiftelsene ikke hadde anledning til å tegne seg for sin proratariske andel av den planlagte emisjonen, ble Pareto og MP Pensjon gitt anledning til å tegne seg for den del av emisjonen som stiftelsene hadde varslet at de ikke ville tegne seg for. Dette resulterte i at disse selskapene fikk en tildeling som var henholdsvis 22,8 og 8,9 ganger større enn deres forholdsmessige andel i den rettede emisjonen basert på eierandel før emisjonen. Emisjonskursen var NOK 105 og innebar utvilsomt en rabatt, selv om det er uenighet om vurderingen av rabattens størrelse. Den etterfølgende reparasjonsemisjonen ga ikke de øvrige egenkapitalbeveierne mulighet til å foreta en tilsvarende overtegning som Pareto og MP Pensjon.

#### Anførselene om at Børsstyrets vedtak bygger på feil faktum

##### *Bankens kapital situasjon*

I Børsstyrets vedtak heter det:

Formålet om gradvis å styrke bankens egenkapital for å tilfredsstille kommende regulatoriske krav til kjernekapitaldekning er et legitimt formål og må etter Børsens syn kunne antas også å komme de øvrige egenkapitaleierne til gode. Det presiseres imidlertid at det etter Børsens syn ikke har foreligget noe akutt behov for økt soliditet.

Banken gjør gjeldende at Børsstyret har undervurdert hvor avgjørende det fremsto for banken å sikre en forsvarlig kapitalisering – hensyntatt de kommende regulatoriske krav til ren kjernekapital – før en direkte akutt situasjon oppsto.

[REDACTED]

I sine merknader til klagen uttaler Børsstyret at kapital situasjonen ikke fremstår som påtrengende slik situasjonen har vært i enkelte andre saker om likebehandlingsprinsippet. Tidsmomentet indikerer at styret hadde rimelig tid og anledning til å foreta grundige vurderinger for å sikre en forsvarlig prosess.

Dokumentasjonen fra bankens side forut for Børsstyrets vedtak og det som er fremlagt i klagen gir etter Børsklagenemndens syn ikke grunnlag for å betegne situasjonen for banken som akutt, selv om det var meget viktig å få styrket bankens kjernekapitaldekning innen rimelig tid. Det var verken en situasjon som var kommet helt brått på eller krevde en løsning omgående. Børsklagenemnden kan således ikke se at det er feil ved faktum når Børsstyret i saken har lagt til grunn at situasjonen ikke var akutt.

#### *Sammenligningsgrunnlaget ved vurdering av rabattens størrelse*

Børsstyret har vist til kursen på egenkapitalbevisene i perioden forut for offentliggjøringen av emisjonen og funnet det utvilsomt at emisjonskursen på NOK 105 representerte en betydelig rabatt.

I klagen anføres at det foreligger spesielle forhold som gjør at det ved vurderingen av rabattens størrelse ikke er riktig å ta utgangspunkt i egenkapitalbeviskursen i perioden før annonsering av emisjonen, men at man bør se hen til en lenger periode.

Børsklagenemnden bemerker at det ikke er bestridt at det faktum som er lagt til grunn i Børsstyrets vedtak er riktig og at det er bygget på vanlige utgangspunkter ved kvantifisering av slike rabatter. Spørsmålet om det i dette tilfellet gjør seg gjeldende særlige omstendigheter som bør føre til en annen vurdering av rabatten, hører under rettsanvendelsen i saken.

#### *Anførselene om feil faktum for øvrig*

Heller ikke på de andre punkter som er anført som feil faktum, at handlingsalternativene var for usikre for banken, at det ikke er grunnlag for å legge til grunn at interessen i reparasjonsemisjonen tilsier stor investeringsvilje blant egenkapitalbeviserne for den rettede emisjonen og at ulempene for egenkapitaleierne er vurdert uriktig, kan Børsklagenemnden se at det er feil ved faktum i Børsstyrets vedtak. Også her dreier det seg snarere om innsigelser mot den nærmere konkrete rettsanvendelsen.

#### Vurderingen av realiteten i saken

Børsklagenemnden tar utgangspunkt i at emisjonen gjelder egenkapitalbevis i banker, ikke aksjer i allmennaksjeselskaper.

Emisjonen hadde et fullt saklig og legitimt formål i bankens kapitalbehov som klart må anses å ha betydning for alle egenkapitalbeviserne. Som tidligere omtalt, forelå det imidlertid etter Børsklagenemndens syn ikke noen akutt økonomisk situasjon, og det forelå heller ikke andre omstendigheter av en slik spesiell karakter at det kunne senke terskelen for saklig og forsvarlig likebehandling vesentlig.

I den innledende fase av emisjonsprosessen henvendte banken seg til sparebankstiftelsene som til sammen eide i underkant av 85 % av eierandelskapitalen i banken. Prosessen er nærmere beskrevet av banken i brev 5. juni og 8. september 2015 til Oslo Børs. De to stiftelsene vedtok å tegne seg for til

sammen NOK 130 millioner av de NOK 200 millioner banken tok sikte på å innhente. I stedet for en fortrinnsrettsemisjon valgte banken etter dette en rettet emisjon på ca. NOK 175 millioner med en etterfølgende reparasjonsemisjon på ca. NOK 25 millioner. Emisjonskursen skulle være NOK 105. Den 15. mai 2015 ble det besluttet å kontakte de fem største eierne som til sammen representerte 87,4 % av bankens eierandelskapital. Basert på tegningsinteressen og tilbakemeldingen fra disse investorene ville man vurdere å kontakte en ny gruppe eiere i banken for å plassere restbeløpet på NOK 45 millioner.

Børsklagenemnden bemerker at det hensett til eiersammensetningen og det betydelige kapitalbehovet for denne banken var naturlig at banken innledningsvis kontaktet sparebankstiftelsene.

Børsstyret har lagt til grunn at det er gitt en betydelig rabatt på egenkapitalbevis ved emisjonen. I tråd med praksis, jf. Børssirkulære nr. 2/2014 er det ved vurderingen av rabattens størrelse sett hen til at kursen lå opp mot NOK 139 da styret i banken vedtok å foreta en rettet emisjon, at den var NOK 144 da tegningsperioden ble igangsatt og NOK 146,50 siste dag i tegningsperioden. Banken har anført at kursoppgangen i perioden frem mot annonsering av emisjonen var basert på små volumer og en forventning om økt utbyttekapasitet som det ikke var grunnlag for, og at volumveid gjennomsnittskurs over en lengre periode viser at rabatten ikke var vesentlig. Til dette har Børsstyret i merknadene til klagen uttalt:

Uten å gå videre inn på hvorvidt man skal avvike fra dette utgangspunktet vil Børsen understreke at man ved å strekke tidsrommet til tre måneder forut for offentliggjøringen ser at tegnerne har mottatt en emisjonsrabatt på 19,3% (3-måneders VWAP). En slik emisjonsrabatt må i alle tilfeller anses kvalifisert. For så vidt gjelder Bankens anførsel om hvor godt kursen var fundamentert vises for ordens skyld også til at kursen hadde en særlig positiv utvikling etter at Banken den 6. mai offentliggjorde sine resultater for første kvartal 2015. Med unntak av noen få tilfeller, bemerkes det også at markedsprisen på egenkapitalbevisene i etterkant av offentliggjøringen av den rettede emisjonen har ligget på rundt NOK 130 eller høyere. Selv om dette er et forhold som klart nok ikke har vært en del av styrets beslutningsgrunnlag ved vedtakelsen av den rettede emisjonen, sier dette noe om at kursen holder seg relativt sterk, altså at markedet vurderer prisingen som fornuftig, selv etter nyheten om emisjonen med den betydelige rabatten.

Børsklagenemnden slutter seg til dette. Det legges dermed til grunn at det ble gitt en betydelig emisjonsrabatt til de som fikk tegne seg i den rettede emisjonen. Rabattene ved fortrinnsrettsemisjoner, som i utgangspunktet bygger på likebehandling, er lite relevante som sammenligningsgrunnlag.

Det er ikke slik en rettet emisjon normalt tilrettelegges. I praksis vil man her normalt gå frem ved en «book building» der man søker å plassere emisjonen til en tegningskurs tettest mulig opp til aktuell børskurs. En slik fremgangsmåte er også fremhevet som ønskelig i Børssirkulære nr. 2/2014, se punkt 4.2.2.

Børsklagenemnden har forståelse for at banken valgte å gjennomføre transaksjonen som en rettet emisjon, blant annet på bakgrunn av sparebankstiftelsenes negative holdning til en fortrinnsrettsemisjon. Nemnden har også forståelse for at det ikke var mulig eller ønskelig å gjennomføre en tradisjonell «book-building»-prosess, blant annet fordi tegningskursen måtte fastsettes tidlig som en følge av sparebankstiftelsenes finansieringsbehov og fordi sparebankstiftelsene ga klare føringer på tegningskursen. Disse grunnleggende forutsetningene for den rettede emisjonen medførte imidlertid – etter Børsklagenemndens syn – at banken fikk en

skjerpet aktsomhetsplikt ved gjennomføringen av emisjonen, for å sikre at den forskjellsbehandlingen som den valgte modell ville medføre, ble så liten som mulig.

Invitasjonen til de fem største egenkapitalbeviserne, som alle eide mer enn 0,5 % av egenkapitalbevisene, til å delta den rettede emisjonen var i og for seg basert på et objektivt kriterium.

Avgrensningen kan imidlertid ikke vurderes løst fra de premisene som for øvrig lå der; at de to sparebankstiftelsene som var de desidert største egenkapitaleierne ikke ville tegne seg for sin proratariske andel, og at det var tale om en betydelig emisjonsrabatt. Ved en tegning fra sparebankstiftelsene på NOK 130 millioner og tegning ellers som forutsatt av banken, ville konsekvensen være en særdeles betydelig overtegning for de tre øvrige investorene i den rettede emisjonen med en klar verdimeslig rabatt. Uten at det var nødvendig med noen inngående analyse, måtte det være klart for banken at den valgte fremgangsmåten ville medføre en betydelig skjevdeling, og at reparasjonsemisjonen ikke kunne utligne dette.

Eika ville ikke bli satt i en innsideposisjon og deltok ikke i den rettede emisjonen. Dette medførte at skjevdelingen ble ytterligere forsterket.

Børsklagenemnden kan vanskelig se det annerledes enn at banken her la opp til en vesentlig forskjellsbehandling mellom eierne. Det følger av den samtidige dokumentasjonen at banken vurderte transaksjonsmodellen opp mot kravet til likebehandling. Banken la til grunn at den etterfølgende reparasjonsemisjonen – som ga alle eierne mulighet til å opprettholde sin eierandel på samme betingelser – sikret «full reparasjon» og dermed også kravet til likebehandling.

For Børsklagenemnden fremstår det imidlertid som en vesentlig svakhet ved bankens vurderinger at den ikke også vurderte kravet til likebehandling opp mot den adgang til overtegning som ble gitt til de som ble tilbudt å være med i den rettede emisjonen. Jo færre som ble tilbudt å være med på den rettede emisjonen, jo større ville fordelene for den enkelte eier som var med kunne være. En vurdering av disse forholdene synes fraværende i bankens saksbehandling.

Banken kunne og burde allerede i utgangspunktet ha kontaktet et større antall eiere i tillegg til sparebankstiftelsene, som ble tilbudt å delta i emisjonen. Dersom man hadde invitert flere egenkapitalbevisere, ville dette riktignok ikke nødvendigvis ha løst hele problemet med forskjellsbehandling, men det ville kunne ha redusert betydningen av den vesentlig.

Banken anfører at den ble rådet til ikke å gå lenger ned på listen da «man ville risikere en avkorting av tegninger som kunne medføre den konsekvens at Pareto ville trekke sin betydelige tegning». Børsklagenemnden betviler ikke at Pareto ønsket en betydelig allokering om de skulle delta i en emisjon og opplyste at denne «burde» være på minst NOK 30 millioner. I hvilken grad dette var et absolutt vilkår for Pareto foreligger det derimot ingen samtidig dokumentasjon på. Uansett kan ikke Børsklagenemnden se at dette ville hindret banken i å tilby emisjonen til flere aksjonærer for å avklare om det forelå alternative løsninger som sikret selskapets kapitalbehov med en forbedret likebehandling. På dette tidspunkt hadde kursen beveget seg opp mot NOK 140. Interessen for å tegne seg i emisjonen burde derfor antas å være høy. Slik Børsklagenemnden ser det, forelå det flere alternativer dersom det hadde vist seg at også andre aksjonærer ønsket å tegne i den rettede emisjonen. Nemnden kan bl.a. ikke se at det er dokumentert at Pareto og/eller MP Pensjon ikke ville ha akseptert å nedjustere sine forventninger om allokering dersom de ble presentert for en fordeling som bedre ivaretok sentrale likebehandlingshensyn. Blant annet basert på dette mener Børsklagenemnden at det var en vesentlig svakhet ved prosessen at banken slo seg til ro med kun å tilby den rettede emisjonen til tre eiere utover sparebankstiftelsene.

Selv om bankens intensjon nok har vært å få inn pengene den trengte på en effektiv og minst mulig risikofylt måte, finner Børsklagenemnden, som Børsstyret, at det ikke er dokumentert at prosessen har vært forsvarlig.

Når det gjelder betydningen av reparasjonsemisjonen for øvrig, slutter Børsklagenemnden seg til Børsstyrets bemerkninger.

I klagen peker banken på at de forskjellsbehandlede egenkapitalbeviserne gikk glipp av en fordel, snarere enn å lide et tap, og at det må være en vesentlig mindre ulempe å gå glipp av muligheten til å øke sin eksponering fremfor ikke å ha muligheten til å opprettholde sitt proratariske eierskap. Børsklagenemnden viser til annet ledd i likebehandlingsbestemmelsen og kan ikke se at det er grunnlag for en slik sontring, iallfall ikke slik omstendighetene er i denne saken.

Etter Børsklagenemndens syn har banken her brutt det grunnleggende kravet til likebehandling. Det må bedømmes som en klart usaklig forskjellsbehandling, og overtredelsen må anses som vesentlig. Børsklagenemnden er enig med Børsstyret i at det bør ilegges overtredelsesgebyr som vedtatt i medhold av børsforskriften § 31, jf. løpende forpliktelser punkt 2.1 og punkt 15.4.

Børsklagenemnden fatter etter dette slikt enstemmig vedtak:

Børsstyrets vedtak 23. september 2015 stadfestes.

## **4.2 Løpende informasjonsplikt mv**

### **4.2.1 Vedtak om overtredelsesgebyr**

#### **4.2.1.1 Overtredelse av løpende informasjonsplikt samt manglende offentliggjøring av utvidet børsmelding - Scana Industrier ASA (protokoll fra styrebehandling 26.05.2015)**

##### 1 Innledning

Saken gjelder spørsmål om Scana Industrier ASA («Scana» eller «selskapet») har opptrådt i strid med verdipapirhandelloven («vphl.») § 5-2 (1), jfr. Oslo Børs løpende forpliktelser («LF») pkt. 3.1.1, ved ikke å rettidig offentliggjøre informasjon relatert til manglende betaling fra Leshan Zhi Yuan Gao Di Mining Co. («Zhi Yuan») i forbindelse med salg av Leshan Scana Machinery Co. Ltd. («Leshan»). Zhi Yuan skulle ha betalt MNOK 44,3 innen 30. mai 2014 som et av flere avdrag på et aksjonærlån som var gitt til Zhi Yuan i forbindelse med salget. Dette ble først kjent i 3. kvartalsrapporten til selskapet 22. oktober 2014, på tross av at betalingen ikke ble gjort ved forfall 30. mai og betalingen ble utsatt etter et møte 20. august 2014 hvor det ble avtalt betaling av restlånet i september og november 2014.

Den manglende innbetalingen utgjorde 37 % av selskapets markedsverdi ved forfall. Ved fremleggelsen av 3. kvartalstallene 22. oktober 2014 faller aksjekursen 4,9 %. I forbindelse med offentliggjøring av Finanstilsynets kontroll av selskapets regnskaper 27. januar 2015 hvor den manglende betalingen ble påpekt (av flere punkter), falt selskapets aksjekurs med 17,9 %.

Det andre spørsmålet er om selskapet har brutt forpliktelsen til å offentliggjøre en utvidet børsmelding i forbindelse med endelig kontrakt om salg av Leshan i juli 2013, jfr. løpende forpliktelser punkt 3.4.

##### 2 Kort om selskapet

Scana er et nordisk industrikonsern med tre forretningsområder: stål, marin, olje og gass.

Selskapene i de tre forretningsområdene leverer produkter og systemløsninger til tre markedssegmenter: marine, energi, stål og maskin. Scanas teknologi, unike materialkunnskap og lange produksjonserfaring er basis for deres konkurransekraft. Målet er å være foretrukket leverandør for ledende selskaper innen markedssegmentene.

Hovedproduktene i forretningsområdet stål er tilvirkning av smidde og støpte spesialprodukter til olje, gass-, energi-, marin-, maskin- og verktøyindustrien. Forretningsområdet marin utvikler og produserer gir, fremdriftssystemer og ventilstyresystemer for skip. Hovedproduktene for forretningsområdet olje og gass er design og produksjon, laboratorietjenester, markedsføring og salg i tillegg til vedlikehold og reparasjon av utstyr og stålkomponenter til olje og gassindustrien.

Scana har hovedvekt av kunder i Europa, Amerika og Sørøst-Asia.

Ved utgangen av 2013 hadde Scana konsernet 1 196 ansatte. Hovedkontoret ligger i Stavanger. Konsernet har operative selskap i Norge, Sverige, Polen, USA, Sør-Korea, Brasil og Singapore, samt representasjon i en rekke land.<sup>30</sup>

Selskapet har vært notert på Oslo Børs siden 4. desember 1995. Styreleder er Bjørn Torkildsen og daglig leder er Jan Henry Melhus. Scana er notert på Oslo Børs med ticker SCI. Det ble omsatt 8,1 millioner aksjer i 4. kvartal i 2014 til en verdi av MNOK 8,6. I 1. kvartal 2015 var tilsvarende 21,4 millioner aksjer til en verdi av MNOK 22. Det ble gjennomført 688 handler i 4. kvartal 2014 og 2356 handler i 1. kvartal 2015. Selskapet har pr. 23. april 1585 aksjonærer. Camar A/S er selskapets største aksjonær og eies av John Arild Ertvaag styremedlem i Scana.

### 3 Sakens bakgrunn og kronologisk oversikt

27. januar 2015 klokken 16:32 offentliggjorde Finanstilsynet sin konklusjon vedrørende kontroll av Scanas finansielle rapportering. Neste handelsdag falt Scanas aksjekurs umiddelbart og endte ned 17,9 % der hovedindeksen steg 0,3 % og delindeksen som Scana inngår i steg med 2,3 %.

Dagen etter falt aksjekursen videre med 4,3 %. Begge disse dagene er omsetningen i selskapets aksjer vesentlig større enn daglig gjennomsnitt i hele januar 2015.

Samtidig vises det til at selskapets aksjekurs steg 14,8 % siste handelsdag før Finanstilsynet offentliggjorde rapporten og at januar 2015 generelt fremstår som volatil for selskapets kursutvikling.

Kurs og volumutviklingen dagene etter Finanstilsynets rapport er relevant for å vurdere markedets reaksjon på avgjørelsen. Kursutvikling og omsatt volum viser at markedet umiddelbart responderte på Finanstilsynets rapport. Rapporten ble også gjengitt på TDN Finans samt i flere nyhetsmedier herunder Hegnar Online som følges av en rekke investorer i det norske markedet.

Finanstilsynet innledet sin regnskapskontroll 22. september 2014. Et av punktene som Finanstilsynet mente selskapet ikke hadde informert tilstrekkelig om var et deloppgjør for salg av Leshan i juli 2013. Zhi Yuan betalte ikke delavdraget på et aksjonærlån som var en betingelse ved salget, innen fristen 30. mai 2014. Finanstilsynet mente at dette skulle vært offentliggjort i selskapets 2. kvartalsrapport 13. august 2014. Finanstilsynet hadde også gjennomgått en rekke andre punkter i sin kontroll (vedlegg 1).

---

<sup>30</sup> Fra selskapets hjemmeside

Nedenfor er en kronologisk oversikt over den informasjonen som er gitt til markedet av informasjon om salg av Leshan.

Salg av Leshan ble offentliggjort 5. juli 2013 (vedlegg 2) og selskapets aksjer steg umiddelbart 3,5 % men falt relativt raskt og dagen under ett falt aksjekursen med 1 %. Omsetningen den aktuelle dagen utgjorde ca. NOK 288 000 som er ca. NOK 70 000 eller 32 % over gjennomsnittet siste måned før avtalen ble offentliggjort. Børsmelding om avtalen var kortfattet og inneholdt ikke informasjon om blant annet salgssum, valuta og betalingsplan.

Selskapet offentliggjorde videre informasjon om salget i 2. kvartalsrapporten 14. august 2013 hvor det fremkommer:

*«Som det fremgår av børsmelding av 5. juli har Scana i begynnelsen av juli signert avtale om salg av Scanas 80 % eierandel i Leshan Scana Machinery. Så snart salget er godkjent av kinesiske myndigheter og selskapet har mottatt ny forretningslisens, vil Scana motta betaling i henhold til avtalte betingelser. Salget vil styrke konsernets balanse gjennom at rentebærende gjeld og arbeidskapital reduseres betydelig. I tillegg reduseres konsernets risiko. Eiendelene knyttet til Leshan Scana Machinery er ført på egen balanselinje – "eiendeler holdt for salg".*

*Resultatmessig har transaksjonen mindre effekt for Scana Industrier da salget skjer til nær bokført verdi. Den totale transaksjonssummen er ca. 140 mill kr og inkluderer salg av aksjene og oppgjør av gjeld. Transaksjonen skal gjøres opp sekvensielt hvor hoveddelen av beløpet (ca. 90 %) skal være betalt innen utgangen av andre kvartal 2014.»*

I meldingen fremkommer for første gang totalbeløpet og en angivelse av når hoveddelen av beløpet skal være betalt, men ingen konkret plan for når avdragene skal finne sted eller hvilken valuta betalingen skal forekomme i.

Selskapet offentliggjorde 30. januar 2014 (vedlegg 3) en melding om at salget av Leshan var ferdigstilt. Selskapets aksjekurs steg med 1,9 % den aktuelle dagen. Her fremkommer det lite informasjon med unntak av at beløpet i aksjonærlånet skal komme i løpet av 2014 og 2015.

Utover ovenstående er det ingen vesentlig ny informasjon om salget før 4. kvartalstallene for 2013 offentliggjøres 19. februar 2014. Her fremkommer det at gjenstående beløp er ca. MNOK 64.

Neste gang selskapet gir vesentlig informasjon om salget er i 3. kvartalsrapporten som offentliggjøres 22. oktober 2014 hvor det fremkommer:

*«Scana har i tredje kvartal 2014 ikke mottatt betaling på ca 44 mill kr fra Leshan Scana Machinery i henhold til avtalt betalingsplan.»*

Deretter offentliggjøres Finanstilsynets avgjørelse 27. januar 2015 før selskapet i 4. kvartalsrapporten for 2014 offentliggjort 25. februar 2015, skriver:

*«Videre er fordringer mot Leshan Scana Machinery i Kina etter salg av selskapet i 2013 skrevet ned til null. Nedskrivningen er på totalt 73 mill kr og inngår i andre driftskostnader.»*

og:

*«Scana har per 31.12.14 utestående fordringer på totalt 73 mill kr mot Leshan Scana Machinery Ltd knyttet til selgerkreditt gitt ved salg av selskapet i juli 2013. 53 mill kr av fordringen er forfalt uten at*

*oppgjør er mottatt. Som følge av usikkerheten knyttet til oppgjør er fordringene nedskrevet i sin helhet med 73 mill kr i konsernregnskapet. Uavhengig av den regnskapsmessige behandlingen opprettholder Scana (...) dialog med kjøper for å inndrive fordringen og har nå iverksatt juridiske prosesser.»*

I etterkant av kontradiksjonssvaret fra selskapet offentliggjorde Scana 4. mai 2015 følgende melding:

*«Scana Industrier ASA styrker sin kapitalbase gjennom en delvis garantert fortrinnsrettsemisjon og refinansiering av bankfasilitet»*

I meldingen fremkommer det at selskapet er blitt enige med bankene om en endret betalingsplan og en forenklet covenantsstruktur. I tillegg ber selskapet sine aksjeeiere om å godkjenne en fortrinnsrettsemisjon på opptil MNOK 100 til kurs 0,1 ved utstedelse av 1 milliard aksjer. Emisjonen er garantert for MNOK 50. Antall aksjer i selskapet er 75,1 millioner pr. 4. mai 2015. Selskapets aksjekurs falt 35,3 % den aktuelle dagen og det ble omsatt aksjer for MNOK 1,768. Hvis emisjonen blir fulltegnet blir antall aksjer i selskapet 14,3 ganger større enn i dag.

### 3.1 Børsens undersøkelser

Oslo Børs har i sakens anledning sendt følgende forespørsler for å opplyse saksforholdet:

- E-post til selskapet 30. januar 2015 vedrørende Finanstilsynets avgjørelse (vedlegg 4)
- E-post til selskapet 11. februar 2015 (vedlegg 5)
- E-post til selskapet 24. februar 2015 (vedlegg 6)
- E-post til selskapet 13. mars 2015 (vedlegg 7)

og vi har mottatt følgende svar fra selskapet:

- Svar pr. brev 6. februar 2015 (vedlegg 8)
- Svar pr. brev 18. februar 2015 (vedlegg 9)
- Svar pr. brev 3. mars 2015 (vedlegg 10)
- Svar pr. e-post 23. mars 2015 med diverse vedlegg (vedlegg 11)

### 3.2 Selskapets foreløpige vurdering

Ut fra informasjonen som er mottatt fra selskapet fremgår det at selskapet har hatt en anstrengt finansiell situasjon over flere år. Dette fremkommer bl.a. i protokoll fra styremøte i juni 2013:

*«Konsernsjefen innledet diskusjonen og poengterte viktigheten av at Scanas robusthet må styrkes. Leshan Scana Machinery må selges for å redusere risiko - også om det må skje til lavere verdier enn bokført. Scana Steel Stavanger<sup>31</sup> er et dilemma, da det ikke finnes enkle løsninger. Det må søkes frem til en løsning som reduserer risiko mest mulig og samtidig sikrer eiendomsverdier.*

*Konsernsjef mener det er bedre å gå til aksjonærene å be om ytterligere kapital, enn å selge Energy og/eller Propulsion til lave verdier. Dette ut fra historisk verdiskapning i disse forretningsområdene og forventet fremtidig verdiskapning.*

*Det er imidlertid risiko også på sikt i å beholde Energy i en situasjon hvor stålmarkedet er sterkt presset og hvor det forventes betydelig overkapasitet også i årene fremover. Et bud på energy på nivå med hva som er diskutert med Bridgehead (over 750 mill kr) bør derfor kunne aksepteres. Også risiko knyttet til Propulsion, spesielt på kort sikt med lavt globalt kontraheringsnivå. Imidlertid forventes en*

---

<sup>31</sup> Dette selskapet begjærte oppbud i mars 2015



*gradvis normalisering av marinemarkedet og gradvis bedret resultatutvikling for Propulsion. Et salg av Propulsion bør kun skje hvis kjøper er villig til å betale en strategisk pris (over 450 -500 mill kr).*

*Styret diskuterte Scanas situasjon og veien videre basert på Administrasjonens fremstilling i innkallingen til møtet og konsernsjefens innledning.»*

I protokollen fra styremøte 4. oktober 2013 fremkommer det vedrørende konsernets likviditetssituasjon:

*«Konsernsjefen redegjorde, under henvisning til utsendt materiale, for konsernets likviditetssituasjon. Likviditeten i selskapet har vært stram over tid, men en har frem til nå klart å balansere likviditeten innenfor de kredittrammer som konsernet er innvilget. Grunnet utsatte betalinger fra kunder i inneværende uke som det ble nærmere redegjort for, vurderer imidlertid administrasjonen nå konsernets likviditetssituasjon som meget kritisk og at konsernet har behov for umiddelbar likviditetstilførsel.»*

Videre i protokoll fra styremøte 28. januar 2014 etter at betalingen i desember ikke ble gjort fremkommer det:

*«Likvidetsprognosen ble gjennomgått. Prognosen viser at konsernet har meget stram likviditet i perioden fremover. Salgsproveny fra SIP og Leshan har medført betydelig gjeldsreduksjon, men gir ingen likviditetseffekt som følge av at de strømmer rett til gjeldskreditorene.*

*Vedtak:*

*Styret tok gjennomgangen til orientering, og uttrykker bekymring for robustheten. Løpende handlingsplan som omfatter realisering av aktiva intensiveres (ref SAK 3).»*

Videre var salget av Leshan, som gjengitt under punkt 3, viktig for å styrke selskapets balanse og for å redusere risikoen. Selskapet har oversendt avtalene med Zhi Yuan i forbindelse med salget av Leshan. Her fremkommer det at Scana skal motta ca. MNOK 75<sup>32</sup> for salget av 80 % eierandel i Leshan mens kjøper Zhi Yuan skal tilbakebetale lån på ca. MNOK 54 og «Royalty and Management Fee» på ca. MNOK 18. I følge selskapets forklaring ble første avdrag på lånet betalt i mars 2014 etter at det opprinnelig hadde forfalt i desember 2013. Denne delen bestod av ca. MNOK 10. Det ble i melding av 30. januar 2014 ikke nevnt at en delbetaling ikke var gjort i henhold til avtalen. Denne delbetalingen forfalt i desember 2013.

Årsrapporten for 2013 offentliggjort 8. april 2014 inneholder også angivelse av at selskapet trenger waiver fra bankene i 2014 ettersom man er i brudd med covenants. Revisors beretning i samme årsrapport inneholder vesentlig usikkerhet om fortsatt drift.

Deretter i protokoll fra styremøte 6. mai 2014 i forkant av den manglende betalingen 30. mai fremkommer det:

*«Konsernet er avhengig av eiendomssalg og at pengene fra salget av Leshan «kommer hjem» for å ha nødvendig robusthet i likviditeten»*

Bakgrunnen for at selskapet da offentliggjorde den manglende betalingen i 3. kvartalsrapporten for 2014 var Finanstilsynets kontroll. I kvartalsrapporten var det dog ikke angitt at Zhi Yuan ikke bare hadde unnlatt å betale forpliktelsen i 3. kvartal men at slik manglende betaling også hadde skjedd i 2.

---

<sup>32</sup> Alle beløp er regnet om fra kinesiske Yuan. Valutakurs som er brukt er tilsvarende det selskapet har lagt til grunn. Dermed vil beløpene kunne avvike noe.

kvartal. Dermed hadde Zhi Yuan for 3. gang i løpet av ett år (også for sen betaling i desember 2013) ikke betalt i henhold til avtalt plan.

På forespørsel fra Børsen om den manglende betalingen er insideinformasjon og bakgrunnen for at det ikke ble offentliggjort, svarer selskapet at det ikke anså den manglende innbetalingen som kurs sensitiv. De mener at dialogen med Zhi Yuan ikke viste manglende betalingsvilje eller evne og forsinkelsen innebar ikke en vesentlig økt risiko for at vederlaget ikke ble betalt. Videre forhandlet de frem en ny betalingsplan med kjøper og uansett ville ikke betalingen medføre at covenantskravene ble oppfylt. De mente at det eneste betalingen ville ha effekt på var likviditetsreserven og dette kunne ha positiv effekt i forhandlingene med bankene.

I styremøte 11. juni 2014 fremkommer det også at avtalen er en av flere faktorer som vil være «sentrale i forhandlinger med bankene».

Selskapet er ellers enig i at den opprinnelige børsmeldingen i juli 2013 skulle vært gjort som en utvidet børsmelding ettersom grensene i LF punkt 3.4.1 var overskredet. Dog synes selskapet at mye av informasjonen kommer frem i børsmeldingen og at resten ellers kan hentes ut av årsrapporten for 2012 offentliggjort 19. april 2013 og 2. kvartalsrapporten 9. august 2013. På den bakgrunn vurderer selskapet bruddet som relativt teknisk.

#### 4 Rettslig grunnlag

##### 4.1 Informasjonsplikt i markedet

Etter vphl. § 5-2 (1), jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.1, skal børsnoterte selskaper uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre insideinformasjon som direkte angår utsteder.

Insideinformasjon er definert i vphl. 3-2 (1):

*”Med insideinformasjon 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.”<sup>33</sup>*

Definisjonen stiller tre hovedvilkår for at opplysninger skal anses som insideinformasjon. 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 insideinformasjon (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.*

---

<sup>33</sup> Vår understrekning

*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 spesifikke.<sup>34</sup>

Det andre hovedvilkåret i definisjonen av innsideinformasjon er at opplysningene skal *være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart*. Det er i loven angitt at vurderingen av slik kursrelevans må skje ut fra en fornuftig investors antatte vurdering av informasjonen - ”*fornuftig investor test*”, jf. § 3-2 (3). Etter forarbeidene er det avgjørende kriteriet i denne testen hvorvidt ”*den alminnelige fornuftige investor ville tillagt opplysningene vekt dersom den inngikk i vedkommendes beslutningsgrunnlag*”, jf. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 4.5. Det er ikke den faktiske påvirkningen av kursen til de finansielle instrumentene som skal vurderes. Vurderingen skal foretas ut fra en fornuftig investors antatte vurdering på handlingstidspunktet - ”*ex ante*”. Det må dermed foretas en vurdering av om opplysningen var av en slik art og viktighet at det er sannsynlig at en fornuftig investor ville ha handlet annerledes om opplysningen var tilgjengelig som skal bedømmes, f.eks. ved å avstå fra å handle eller handle til annen kurs.

For å omfattes av definisjonen av innsideinformasjon må opplysningene være ikke offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

Det må vurderes konkret om en opplysning er å anse som innsideinformasjon. Vurderingen er relativ og vil kunne falle ulikt ut for forskjellige selskap og markeder.

Tilsyn og sanksjonering av reglene knyttet til offentliggjøring av innsideinformasjon i vphl. §§ 5-2 og 5-3 er delegert til Oslo Børs, jf. vphl. § 17-4 (3) tredje punktum og vphl. § 15-1 (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*

---

<sup>34</sup> Høringsnotat av 1. mars 2004 side 15 ”Begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. – implementering av EUs markedsmissbruksdirektiv.

*gjeldsforhandling eller at utsteder er insolvent, kan offentliggjøring utsettes for en begrenset periode, dersom offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjeeiere eller långiveres interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre utsteders langsiktige finansielle situasjon.*

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

Innsideinformasjon som er utsatt offentliggjort skal behandles konfidensielt, jf. vphl. §§ 5-3 (1) og 3-4. Børsen har i sine løpende forpliktelser pkt. 3.1.1 til 3.1.3 fastsatt regler som tilsvarer vphl. §§ 5-2, 5-3 og 3-4.

Det følger av løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3) at utsteder selskapet ved utsatt offentliggjøring uoppfordret og umiddelbart skal varsle børsen om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen. Tilsvarende plikt følger av verdipapirforskriften § 5-1.

En underretning til børsen gir børsens markedsovervåkningsfunksjon anledning til å intensivere markedsovervåkingen av selskapets aksjer og anvende virkemidler i kursnoteringen som børs pause og suspensjon dersom det er grunn til å tro at noen i markedet er i ferd med å bli kjent med opplysningene.

Utsatt offentliggjøring er nærmere omtalt i børs sirkulære 3/2005 pkt. 3.6.

#### 4.3 Utvidet børs melding

Det følger av børsens løpende forpliktelser pkt. 3.4.1 (1) at:

*«(1) Dersom selskapet inngår avtale om en transaksjon som innebærer en endring på mer enn fem prosent i forhold til kriteriene nevnt i tredje ledd skal selskapet offentliggjøre informasjon i samsvar med pkt. 3.4.2 og 3.4.3.»*

og i 3.4.1 (3) at:

*«(3) Transaksjonen innebærer en endring som nevnt i første ledd dersom den medfører en økning eller reduksjon på mer enn fem prosent i selskapets eiendeler, driftsinntekter eller årsresultat. Dersom transaksjonen gjelder eiendel eller virksomhet som ikke har vært gjenstand for separat finansiell rapportering, skal beregningen av om transaksjonen overstiger fem prosent baseres på vederlaget for eiendelen eller virksomheten og den balanseførte verdien av selskapets samlede eiendeler før ervervet eller avhendelsen.»*

I punkt 3.4.3 (1) fremgår det at:

*«(1) Meldingen skal sendes så snart som mulig etter at avtale er inngått, og senest innen børsåpning tredje børsdag etter dette tidspunkt.»*

#### 5 Selskapets anførsler

Selskapet mottok Børsens foreløpige innstilling til kontradiksjon 27. april 2015.

Svar fra selskapet ble mottatt 6. mai 2015 (vedlegg 12).

Selskapet er ikke enig i Børsens konklusjon og mener at den løpende informasjonsplikten ikke er brutt. Selskapet er dog enig i at det skulle vært sendt en utvidet melding, alternativt søkt om unntak, men mener at dette uansett er en relativt teknisk overtredelse av reglene.

#### 5.1 Selskapets tilbakemelding på den løpende informasjonsplikten

Selskapet mener at problemstilling kan deles opp i to under spørsmål.

- i. Var forsinkelsen av innbetalingen i seg selv på noe tidspunkt egnet til å påvirke kursen på aksjene i Scana merkbart
- ii. Medførte forsinkelsen på noe tidspunkt en slik økning i risikoen for at Scana ikke ville få betalt at dette var egnet til å påvirke kursen på aksjene i Scana merkbart

Til det første punktet anfører selskapet at de i perioden innbetalingen ikke ble gjort tapte renteinntekter på beløpet og at innbetalingen hadde vært positiv i dialogen selskapet har med bankene. I tillegg vil det sikre robusthet i likviditeten som styret i Scana har vært opptatt av. Dog mener selskapet at dette ikke utgjorde innsideinformasjon fordi man hadde en ny betalingsplan i september og november 2014 og at likviditetssituasjonen gjennom sommeren og høsten 2014 var under god kontroll. Riktignok innrømmer selskapet at likviditeten var stram men var ikke nødvendig for driften eller en forutsetning i likviditetsbudsjettene og uansett var likviditeten aldri på et kritisk nivå i denne perioden. Dermed var selskapets videre drift heller ikke truet av denne forsinkede innbetalingen.

Selskapet mener at det som var av betydning for selskapet og dermed etter deres mening også selskapets aksjekurs, var å avhende tapsbringende virksomhet; fremforhandle nye finansieringsavtaler med bankene og synliggjøre evnen til å levere positivt driftsresultat på sikt. Videre anfører selskapet at aksjekursen heller ikke var påvirket av de meldingene selskapet sendte om den forsinkede betalingen og dette underbygger selskapets anførsler om at informasjonen ikke var å anse som innsideinformasjon.

Når det gjelder det andre punktet om den manglende innbetalingen økte risikoen for at Scana ikke skulle få betalt, så anfører selskapet at det er en kjent problemstilling at det er krevende å få betaling fra kinesiske motparter. Dermed var den manglende innbetalingen i desember 2013 ikke overraskende for selskapet og at tre måneders forsinket betaling av denne, ikke var grunnlag for å forvente at de neste innbetalingene skulle bli forsinket. Dermed var heller ikke den manglende innbetalingen 30. mai 2014 overraskende for selskapet. I den sammenheng ble det avtalt en ny betalingsplan og det var ingen indikasjoner hos motparten på manglende betalingsvilje eller evne. Dermed var selskapet heller ikke overrasket at september betalingen i 2014 ikke kom innen fristen. Når selskapet da meldte forsinkelsen i 3. kvartalsrapporten 22. oktober 2014 så var forsinkelsen på september betalingen på tre uker og selskapet fant det riktig å melde dette da. Dette hadde også en sammenheng med dialogen selskapet hadde med Finanstilsynet. Dermed kunne ikke selskapet se at det var en økt risiko i denne perioden for at beløpet ikke skulle bli betalt.

Subsidiært anfører selskapet at selv om innbetalingen skulle uteblitt helt, så var heller ikke det egnet til å påvirke kursen på selskapets aksjer. Selskapet mener at de sammenligninger Børsen har gjort mot selskapets markedsverdi, omsetning, balanseført egenkapital, EBIDTA og driftsresultat ikke har relevans for å vurdere kurspotensialet i den manglende innbetalingen. Selskapet begrunner videre at selskapet prises med kraftig rabatt på de underliggende verdier beregnet etter alminnelige verdsettelsesmetodikk. På denne bakgrunn mener selskapet at en engangsinnbetaling ikke vil ha betydning for prisingen av selskapets aksjer. Det kunne hatt det etter selskapets mening, hvis det

hadde hatt avgjørende effekt på selskapets likviditetssituasjon, men det er ikke tilfelle her. Selskapet skriver da også:

*«Som angitt over, kunne en forsinket innbetaling av de MNOK 44 heller ikke antas å ha noen avgjørende betydning for selskapets likviditetssituasjon, noe for så vidt også utviklingen i etterkant har dokumentert.»*

Selskapet anfører videre at selskapets aksjer ikke har beveget seg i forbindelse med nyheter om avtalen om salg av Leshan eller den manglende betalingen og beskrivelsen er langt på vei den samme som allerede er beskrevet ovenfor. Dog mener selskapet at markedet hadde reagert på den manglende innbetalingen i 3. kvartalsrapporten 22. oktober 2014 hvis det hadde vært innsideinformasjon og de mener Børsen undervurderer investor ved å hevde at informasjonen var lite tilgjengelig i rapporten. Dermed konkluderer de med at markedet ikke har reagert på disse nyhetene og følgelig at det ikke er innsideinformasjon.

Når det gjelder kursbevegelsen etter Finanstilsynets rapport offentliggjøres så mener selskapet at det har vært flere betydelige kursbevegelser bl.a. dagen forut der selskapet hadde en positiv kursutvikling på ca. 14,8 % uten nyheter fra selskapet. Dette ga et kunstig prisnivå, slik at det ikke er godgjort at aksjen falt på bakgrunn av Finanstilsynets avgjørelse. Uansett mener selskapet at rapporten og kursfallet ikke kan føres tilbake til den manglende betalingen og at det var andre punkter i Finanstilsynets rapport som var viktigere.

Avslutningsvis påpeker selskapet at de mener det ikke er grunnlag for sanksjon i denne saken herunder at brudd på den utvidete meldingen ikke oppfyller kravet til et «vesentlig brudd på børsens regler og forretningsvilkår» jfr. løpende forpliktelser punkt 15-4 første ledd. Vedrørende den forsinkede betalingen så påpeker selskapet at Finanstilsynet ikke konkluderer i sin regnskapskontroll med at det var grunnlag for å ilegge et overtredelsesgebyr og oppsummerer hermed:

*«Normen for hvilke opplysninger som skal gis i regnskapsrapporteringen er strengere enn den løpende informasjonsplikten, og det vil på denne bakgrunn fremstå som lite konsistent om Oslo Børs skulle sanksjonere det samme forholdet med overtredelsesgebyr.»*

## 6 Børsens vurdering

For å kunne konkludere i spørsmålet om Scana har brutt sin informasjonsplikt, jf. vphl. § 5-2, må det vurderes om Zhi Yuans manglende betaling av MNOK 44 utgjorde innsideinformasjon som definert i vphl. § 3-2, før dette ble offentliggjort i tredje kvartalsrapporten 22. oktober 2014. Informasjonen i denne rapporten var meget begrenset og det er et spørsmål om rapporten utlignet den eventuelle meldepliktige informasjonen. Forholdet er uansett ikke fullt utlignet før Finanstilsynets rapport blir offentliggjort 27. januar 2015 samt i selskapets 4. kvartalsrapport for 2014 offentliggjort 25. februar 2015. Spørsmålet er da om, og i så tilfelle på hvilket tidspunkt, informasjon om de nevnte omstendigheter utgjorde presise opplysninger som var egnet til å påvirke kursen merkbart.

I tillegg er det spørsmål om salget av Leshan var av en slik størrelse at selskapet var forpliktet til å sende utvidet børs melding.

Innledningsvis ønsker Børsen å bemerke at selskapets vurdering av at normen for regnskapsrapporteringen er strengere enn den løpende informasjonsplikten ikke sammenfaller med Børsens syn. Den løpende informasjonsplikten som er en løpende plikt selskapet har og som skal utligne de kursrelevante forhold for selskapets aksjer, og må anses for å være en strengere norm en den periodiske rapporteringen som kun skjer fire ganger i året.

Børsen vil først behandle spørsmålet om manglende utvidet melding, ettersom dette i tid kommer først og derfor har en betydning for om selskapet hadde informasjonsplikt i mai/juni 2014.

## 6.1 Utvidet børsmelding

Spørsmålet om selskapet skulle ha sendt utvidet børsmelding avhenger av størrelsen på transaksjonen sett opp mot enkelte nøkkeltall. Selskapet er ikke uenig med Børsen om at terskelen i LF punkt 3.4.1 (1) og (3) er overtrådt ettersom de selv bekrefter at salget utgjorde 6,5 % av driftsinntekter, 18,9 % av årsresultat og 13,6 % av totalbalanse som hver for seg overstiger grensen på 5 % for utvidet melding.

Spørsmålet om når fristen for utvidet børsmelding begynte å løpe, avhenger av når avtale er inngått. Ut fra selskapets børsmelding 5. juli 2013 som bekrefter at avtale er inngått og at kjøper umiddelbart vil overta ansvar for daglig drift av selskapet, anses dette å være den dato fristen for utvidet melding begynner å løpe.

Dermed skulle meldingen vært offentliggjort senest innen børsåpning 9. juli 2013.

I denne konkrete saken gjør den manglende utvidete meldingen at markedet blir fratatt særlig viktig informasjon. Hvis selskapet hadde opptrådt som reglene angir, ville markedet fått informasjon om:

- Partene i avtalen og den avtalte transaksjon (transaksjonstype, tidspunkt for gjennomføring, spesielle forbehold eller betingelser konsesjonsforhold mv.);
- Vederlag, oppgjørform og finansiering med angivelse av tidsplan;
- Beskrivelse av den virksomheten transaksjonen omfatter, herunder virksomhetens styre og ledelse, antall ansatte, nøkkeltall fra balansen og resultatregnskap samt vesentlig eiendeler og forpliktelser som ikke fremgår av virksomhetens balanse;
- Betydning av transaksjonen for selskapet, herunder eventuelle strategiske effekter;
- Avtaler i forbindelse med transaksjonen til fordel for selskapets ledende ansatte eller styremedlemmer eller for ledende ansatte eller styremedlemmer i den virksomheten transaksjonen omfatter. Angivelsen skal omfatte både inngåtte og forventede avtaler.

Selv om markedet mottok noe av den informasjonen i børsmeldingen 5. juli 2013 (meget sparsommelig) og en del av informasjonen mottas i etterkant i kvartalsrapporter og årsrapporter, var for eksempel tidsplan for oppgjør aldri offentliggjort i nødvendig detalj og selv ikke pr. dags dato. I tillegg var det ikke nevnt i noen melding eller kvartalsresultat at oppgjøret skulle skje i kinesiske Yuan. Siden denne valutaen over tid har fluktuert mye mot norske kroner, endres utestående beløp som selskapet har til gode, betydelig. Dette skulle vært omtalt i den utvidete børsmeldingen og dermed hadde markedet hatt informasjon om usikkerheten i valutasvingningene.

I denne saken var det av avgjørende betydning, for aksjonærenes vurdering av selskapets finansielle stilling og muligheten for overlevelse og dermed korrekt prising av selskapets aksjer, at en utvidet børsmelding skulle vært offentliggjort.

På bakgrunn av dette konkluderes det med at selskapet har brutt plikten til å offentliggjøre utvidet børsmelding jfr. LF punkt 3.4.1 (1) og (3) samt 3.4.3.

Selskapet mener at overtredelsen er relativt teknisk ettersom Leshan var regnskapsført som en del av «øvrige selskap» eller «øvrig virksomhet» og her kunne man da finne den viktigste informasjonen om Leshan. Oslo Børs er ikke enig i dette ettersom Leshan ikke er et eget segment, men står for hoveddelen av annen virksomhet. Hvor mye dette skulle være er usikkert for Børsen og dermed også for de andre markedsaktørene. I tillegg oppfyller ikke den informasjonen som ligger i

regnskapsrapporten all den informasjonen som kreves etter utvidet melding og da spesielt det som er påpekt ovenfor. I tillegg hevder selskapet at dette salget vil være godt egnet for å benytte unntakshjemmelen i løpende forpliktelser til å ikke sende utvidet melding. Etter Oslo Børs vurdering i denne konkrete saken ville det neppe vært grunnlag for en dispensasjon ettersom den utvidete meldingen hadde inneholdt viktig informasjon til markedet for å vurdere risikoen rundt avhendelsen av Leshan. Uansett har ikke selskapet søkt om unntak fra forpliktelsen, formodentlig fordi de ikke var kjent med at plikten til utvidet melding hadde inntrådt.

Konklusjonen på dette punktet har også en betydning for hvilke forventninger selskapets aksjonærer skulle hatt til innbetalinger fra Zhi Yuan til Scana etter avtalen. Dermed påvirker dette også hvilken oppdatert informasjon som skulle vært gitt fra selskapet underveis i prosessen. Dette utdypes nærmere under om selskapets løpende informasjonsplikt.

## 6.2 Presise opplysninger

Det er børsens vurdering at den manglende innbetalingen av MNOK 44 som ikke var mottatt innen 30. mai 2014 utgjør inntrufne begivenheter som var tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkning av denne begivenheten på kursen til Scana-aksjene. Vilåret om at det må foreligge «presise opplysninger» var således oppfylt på dette tidspunktet. Det var ingen usikkerhet om at innbetalingen ikke var kommet og motparten hadde dermed oversett den avtalte fristen. Betydningen av den manglende betalingen og om dette er betydelig sett opp mot selskapets finansielle stilling og størrelse, vil imidlertid ha relevans for vurderingen av kurspåvirkningspotensialet, jf. nærmere om dette under. I tillegg er opplysningene om at manglende betaling av MNOK 10 i desember 2013 som først ble betalt i mars 2014, en presis opplysning og har relevans for vurderingen av kurspåvirkningspotensialet.

## 6.3 Kurspåvirkningspotensial

Spørsmålet om informasjonen om den manglende innbetalingen hadde et merkbart kurspåvirkningspotensial skal bedømmes utfra «fornuftig investor testen».

Som det fremgår ovenfor og av selskapets styreprotokoller, finansiell rapportering for 2013 og 2014, revisors beretning og generell informasjon til markedet er Scanas finansielle situasjon anstrengt. Det betyr at en så pass betydelig innbetaling som MNOK 44 uteblir vil være relevant for selskapets investorer. Selv om Scana har vært sparsommelig med informasjon rundt salget av Leshan og da spesielt om når de enkelte innbetalingene skulle finne sted, så må man anta at markedet har hatt forventninger til disse innbetalingene. Når da selskapet får bekreftet at en av de største innbetalingene i henhold til avtalen ikke er gjort så vil det kunne ha en merkbart kurspåvirkning. Selskapets kvartalsrapport inneholder informasjon om flere forhold, deriblant den manglende betalingen. For selskapets aksjonærer kan dette fremstå som lite tilgjengelig og kan bli forbigått blant annen viktig informasjon. Uansett falt selskapets aksjekurs 4,9 % 23. oktober 2014 (rapporten offentliggjøres klokken 17:00 dagen før) og det var omsatt flere aksjer den aktuelle dagen enn dagene i forkant. Informasjonen, som kun var nevnt ved en setning i rapporten og var ufullstendig.

I tillegg var informasjonen mangelfull ettersom betalingen hadde uteblitt ved flere anledninger. Det kan også ha vært bakgrunnen for at kursen falt så vidt betydelig etter Finanstilsynets offentliggjøring av kontrollen av den finansielle rapporteringen. Videre har den manglende informasjonen underveis som markedet skulle ha mottatt i den utvidete børsmeldingen, og eventuelle oppdateringer av denne, påvirket hvilke forventninger markedet skulle hatt.

Selskapet mener at en forsinket betaling ikke bør kunne påvirke selskapets aksjekurs ettersom en forsinkelse ikke kan likestilles med at betalingen uteblir helt. Oslo Børs er for så vidt enig i dette som



et generelt utgangspunkt, men når betalinger fra motparten uteblir flere ganger og betales for sent i en situasjon hvor selskapet er presset finansielt så stiller situasjonen seg annerledes. Selskapet viser i sitt kontradiksjonssvar at situasjonen ikke var så dramatisk at den forsinkede betalingen medførte større utfordringer for selskapets likviditet. Børsen finner dette underlig da styreprotokollene av 4. oktober 2013 beskriver likviditeten som meget kritisk, protokollen av 28. januar 2014 beskriver likviditeten som meget stram og protokollen av 6. mai 2014 skriver at pengene fra Leshan må komme «hjem» for å ha nødvendig robusthet i likviditeten. Dette tegner et alvorlig bilde av selskapets likviditetssituasjon. I denne situasjonen kan man vanskelig hevde at MNOK 44 ikke hadde betydning for selskapets likviditet og dermed også selskapets aksjekurs.

Utfra objektive kriterier utgjorde den manglende betalingen:

- 37 % av markedsverdien på selskapet på den dagen betalingen forfalt
- 10 % av omsetningen i 1. kvartal 2014
- 11,3 % av balanseført egenkapital i 1. kvartal 2014 og,
- 5 ganger EBIDTA i 1. kvartal 2014

I tillegg til ovennevnte var driftsresultatet for 1. halvår MNOK -17.

På denne bakgrunn er det også etter Børsens vurdering klart at informasjonen hadde kurspåvirkningspotensiale, altså at en fornuftig investor ville lagt vekt på den. Dette til tross for at det ble inngått en ny betalingsplan, som riktignok ikke ble overholdt, fordi selskapets forhåpninger til innbetaling burde vært påvirket av at Zhi Yuan hadde misligholdt sine betalingsforpliktelser tidligere. Da blir aktsomheten ytterligere skjerpet og det får betydning for investors behov for informasjon. I tillegg siden selskapets finansielle situasjon var såpass utfordrende, så vil MNOK 44 være av betydning for å vurdere selskapets mulighet for videre drift. Selskapet selv uttaler at betalingen fra Zhi Yuan er viktig i forhandling med bankene om covenants bruddene. Videre er selskapet i styremøter opptatt av at innbetalingen skjer og er bekymret for den finansielle situasjonen selskapet er i.

Hvis selskapet hadde oppfylt sin plikt som nevnt over om å sende en utvidet børsmelding senest før børsåpning 9. juli 2013 med tilstrekkelig presis informasjon om blant annet planen for innbetaling av salgsbeløpet og tilbakebetalingen av aksjonærlånet, ville det påvirket informasjonsplikten. Bakgrunnen for dette er at markedet da hadde hatt en forventning til at nye midler ble innbetalt til selskapet som var viktig på grunn av den pressede finansielle situasjonen selskapet var i.

På bakgrunn av dette økte aktsomhetskravet til selskapet om å gi tilstrekkelig informasjon. Når selskapet på dette tidspunktet også var klar over at delbetalingen på MNOK 10 som forfalt i desember 2013 først ble innbetalt i mars 2014, burde man tatt grep for å utligne informasjon i markedet.

Det at man har tidligere dårlig erfaring med en motparts vilje eller evne til å betale medfører en skjerpet aktsomhet snarere enn det motsatte og påvirker selskapets informasjonsplikt. Flere gangers unnlattelse å betale medfører økt risiko for at betalingen ikke kommer, eller blir sterkt forsinket. Når den manglende betalingen er så vidt stor utfra nøkkeltallene som er beskrevet ovenfor, sammenholdt med den bekymringen som selskapet har for sin egen likviditet så skulle selskapet 31. mai 2014 eller kort tid etter dette vurdert opplysningene om den manglende innbetalingen som kursrelevant for markedet.

Selskapet hevder videre at Børsen ikke har klart angitt på hvilket grunnlag vi mener informasjonen utgjorde innsideinformasjon. Altså om det var selskapets likviditet som ble mer utfordrende eller om det var forsinkelsen i betalingen i seg selv eller om forsinkelsen økte risikoen for at betalingen ikke

ville komme som var innsideinformasjonen. Oslo Børs synes denne nyansen ikke er avgjørende. For en fornuftig investor med det samme informasjonsbildet som selskapet ville både vært bekymret for selskapets likviditetssituasjon og bekymret for at risikoen øker for at betalingen uteblir. Det siste ville kanskje i en normal situasjon ikke være avgjørende i seg selv. I dette konkrete tilfellet kan det likevel ha stor betydning både for likviditeten og forhandlingene med bankene. Begge er forhold som er påpekt av selskapet selv i aktuelle styrebehandlinger.

Selskapet påpeker i sitt kontradiksjonssvar at ettertiden har vist at selskapet har håndtert likviditetssituasjonen. Dette er i utgangspunktet riktig, men at selskapet har klart å håndtere likviditetssituasjonen som må ha vært meget stram, er ikke avgjørende for om det er innsideinformasjon eller ikke. En slik forståelse ville motsetningsvis bety at det kun i de tilfellene selskapet ikke hadde håndtert likviditetssituasjonen at det ville vært innsideinformasjon. Børsen deler ikke ett slikt syn. En fornuftig investor vil klart vurdere en ytterligere anstrengt likviditetssituasjon som kursrelevant. Dette bl.a. fordi det øker sannsynligheten for konkurs og eller nye emisjoner. I denne forbindelse vises det til børsmeldingen fra selskapet 4. mai 2015 om at selskapet skal tilføres opptil MNOK 100.

Som en følge av dette forelå det, etter børsens syn, meldepliktig innsideinformasjon i selskapet senest den 31. mai 2014, eller kort tid etter det, i forbindelse med at betalingen av MNOK 44 ikke var mottatt av Zhi Yuan. Selskapet meldte om den manglende betalingen i 3. kvartalsrapporten 22. oktober 2014 og da begrenset til én setning. Markedet hadde gjennom denne ene setningen ikke fått informasjon om at det var inngått en ny betalingsplan og at selskapet anså at Zhi Yuans mislighold hadde opphørt.<sup>35</sup> Begrunnelsen for at selskapet tre uker etter den nye fristen 30. september 2014 mente at forholdet var blitt informasjonspliktig og offentliggjør begrenset informasjon i 3. kvartalsrapporten, fremstår som uavklart for Børsen. Formodentlig kom meldingen i 3. kvartalsrapporten etter en innledende dialog med Finanstilsynet og var et forsøk fra selskapet på å rette opp i de feil Finanstilsynet påpekte. Dette kan uansett ikke selskapet høres med ettersom markedet i hele perioden er fratatt kursrelevant informasjon og blir ikke tilstrekkelig opplyst om motpartens manglende betalingsvilje eller evne. Etter all sannsynlighet forstod ikke markedet betydningen av dette før Finanstilsynets rapport forelå.

I tillegg var oppdateringen i 3. kvartalsrapporten i tillegg mangelfull vedrørende tidspunktet det ikke var mottatt betaling for, siden hverken i 2. eller 3. kvartal var det mottatt betaling og Zhi Yuan hadde utelatt å betale første avdrag etter den nye betalingsplanen som ble avtalt 20. august 2014. Dette er skjerpene ettersom markedet da ikke blir oppdatert på den alvorlige situasjonen.

På bakgrunn av dette legger Børsen til grunn at selskapet har brutt sin informasjonsplikt, ved ikke å varsle markedet om manglende betaling ultimo mai 2014. jfr. vphl. § 5-2

#### 6.4 Utsatt offentliggjøring

I vurderingen av om det foreligger brudd på informasjonsplikten etter vphl. § 5-2 er det etter børsens oppfatning heller ikke nødvendig å ta stilling til om vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt, jf. vphl. § 5-3 ettersom selskapet ikke har benyttet seg av dette regime.

Børsen bemerker likevel at det i saken 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 oppdatering av innbetalingen ble offentliggjort. Bakgrunnen er forventninger som var gitt i tidligere informasjon, herunder i den utvidete børsmeldingen. Markedet hadde etter dette krav på informasjon om at en så vidt stor innbetaling

---

<sup>35</sup> Selskapets svar til Børsen 6. mai 2015, siste avsnitt under punkt 2.3.2

ikke var gjort i henhold til salgavtalen med Zhi Yuan. Å holde tilbake informasjon ville etter dette ha villedet markedet samtidig som selskapet manglet legitime hensyn for å holde det inntrufne misligholdet skult. Vilkårene for utsatt offentliggjøring var således ikke til stede.

## 7 Sanksjon

Børsen kan ilegge overtredelsesgebyr for brudd på selskapets løpende informasjonsplikt etter vphl. §§ 5-2 og 5-3, jf. vphl. § 17-4 (3) tredje punktum og § 15-1 (2), jf. verdipapirforskriften § 13-1. Overtredelsesgebyret tilfaller statskassen, jf. vphl. § 17-4 (4) annet punktum.

Børsen kan etter børsforskriften § 31 og løpende forpliktelser 15.4 ilegge overtredelsesgebyr for vesentlig brudd på børsens løpende forpliktelser, herunder brudd på 3.4.

Børsen har i valg og utmåling av sanksjon søkt å se hen til avgjørelser i lignende saker vedrørende brudd på informasjonsplikten og utvidet børsmelding.

Sevan Marine ASA ble ilagt overtredelsesgebyr, gjennom børsstyrevedtak av 14. desember 2011, for overtredelse av løpende informasjonsplikt og for sen offentliggjøring av informasjonsdokument. Førstnevnte overtredelse vedrørte at selskapet ikke offentliggjorde informasjon om forventede kostnadsoverskridelser i forbindelse med oppgradering av en av selskapets produksjonsrigger (Sevan Voyager) rettidig. For denne delen ble selskapet sanksjonert med seks ganger årlig kursnoteringsavgift. Perioden selskapet var i brudd med bestemmelsen strakk seg over en periode på ca. 2 ½ uke, noe som er vesentlig kortere enn i denne saken. Dog forelå det en skjerpene omstendighet i Sevan Marine-saken da det dreide seg om et gjentatt brudd på informasjonsplikten innenfor ett og samme år.

Bionor Pharma ASA ble sanksjonert for overtredelse av informasjonsplikten, gjennom børsstyrevedtak av 24. august 2011, i forbindelse med en trinnsvis prosess. Selskapet ble ilagt et overtredelsesgebyr på to ganger årlig kursnoteringsavgift. Ved vurderingen av utmåling ble det særlig sett hen til at saken dreide seg om særdeles kurssensitiv informasjon. I formildende retning ble det lagt vekt på at de aktuelle hendelsene var svært komplekse og at det dreide seg om en relativ kort periode.

Norse Energy Corporation ASA ble i 2012 sanksjonert for å ha unnlatt å offentliggjøre informasjonsdokument tidsnok, for å ha unnlatt å offentliggjøre utvidet børsmelding tidsnok og for å ha unnlatt å gi en redegjørelse for fortsatt notering. Selskapet ble ilagt overtredelsesgebyr på to ganger årlig kursnoteringsavgift. Her offentliggjorde selskapet utvidet børsmelding ca. to måneder etter fristen, som er kortere enn i nåværende sak, men utmålingen av gebyret inneholdt også brudd på flere bestemmelser i løpende forpliktelser.

IGE Resources AB ble i 2013 ilagt et overtredelsesgebyr av Børsklagenemnden for brudd på den løpende informasjonsplikten på fem ganger årlig kursnoteringsavgift og for overtredelse av plikten til å offentliggjøre utvidet melding på én gang årlig kursnoteringsavgift. Selskapet offentliggjorde en utvidet børsmelding to måneder etter fristen og unnlot like lenge å melde inngåtte avtaler om kjøp av virksomhet og utbetaling av et forskudd. Saken var skjerpene ved at pengene ble utbetalt uten sikkerhet for at motparten oppfylte sine forpliktelser og revisor anmeldte styre og ledelse i ettertid for brudd på regnskapslovgivningen.

Børsen bemerker at det ved vurderingen av utmålingen særlig er sett hen til den lange perioden markedet har vært uten informasjon også om man skulle legge til grunn at selskapets offentliggjøring i 3. kvartalsrapporten 22. oktober 2014 var tilstrekkelig. Børsen er dog av den oppfatning at perioden løper frem til 27. januar 2015 hvor Finanstilsynets rapport offentliggjøres.

Børsen har ved utmåling av sanksjon tatt noe hensyn til at det har gått tid siden overtredelsene. Det vises også til at vurderingen og anslaget av hvor stor betydning informasjonen ville hatt for prisingen av aksjene er kompleks og at dette kan være krevende for utsteder å håndtere løpende. I skjerpende retning bemerkes at selskapet var forpliktet til å offentliggjøre en utvidet børsmelding. Når denne forpliktelsen samtidig blir tilsidesatt, forverrer det situasjonen ytterligere for investorene og markedet som avskjæres informasjon.

Etter en totalvurdering settes gebyret noe lavere enn en ren sammenligning med tidligere praksis skulle tilsi. Overtredelsesgebyret settes passende til tre ganger årlig kursnoteringsavgift lik 480 000,- kroner for brudd på vphl. § 5-2 og én gang årlig kursnoteringsavgift for brudd på løpende forpliktelser 3.4 lik 160 000,- 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 Scana Industrier ASA et overtredelsesgebyr på tre ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 480 000,- kroner, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd og § 15-1, jf. verdipapirforskriften § 13-1, og for overtredelse av plikten til å offentliggjøre utvidet børsmelding senest tre børsdager etter avtaleinngåelse etter løpende forpliktelser pkt. 3.4, ilegges 1 gang årlig kursnoteringsavgift, dvs. 160 000,- kroner, jf. børsforskriften § 31 og løpende forpliktelser pkt. 15.4.*

#### **4.2.2 Kritikkbrev/Generell veiledning**

##### **4.2.2.1 Vedrørende offentliggjøring av 4.kvartalsrapport - Bionor Pharma ASA (brev av 07.04.2015)**

Det vises til svar fra Bionor Pharma (Selskapet) den 6. og 16. mars 2015 på henvendelse fra Oslo Børs vedrørende publisering av selskapets 4. kvartalsresultat.

Saken gjelder publisering av kvartalsrapportens oppsummering («Meldingen») på Selskapets hjemmeside kvelden før resultat fremleggelse. Det skal påpekes at Meldingen ikke inneholdt 4. kvartalsrapporten, 4. kvartalspresentasjonen eller link til webcast. Det vises i den forbindelse til løpende forpliktelser pkt 4.1 vedrørende behandling av informasjon før offentliggjøring.

Den 24. februar kl. 19.59 oppstår det en diskusjon på HegnarOnline Debattforum («Forumet») under en tråd med tittelen « BIONOR – 2014 4.Q Results». Innledningsvis skrives det «Her har vi resultatet» og Meldingen som skal være kopiert fra Selskapets hjemmeside legges ut kl. 20.08. Det var varslet fra Selskapet at 4. kvartalsrapporten skulle legges frem om morgenen den 25. februar.

I svaret fra Selskapet vises det til at Selskapet ikke var klar over at Meldingen hadde vært publisert på hjemmesiden om kvelden den 24. februar. Selskapet har derfor gjort undersøkelser hos leverandøren av webportal og fått tilgang til en logg («Loggen») fra hendelsesforløpet. Selv om Loggen ikke viser når informasjon blir publisert konstaterer man at publiseringen skal ha skjedd under forberedelsene som Selskapet rutinemessig gjør i forkant av en kvartalsfremleggelse. Forberedelsene består typisk av opplastning av filer og linker og klargjøring av Meldingen som børsmelding/pressemelding. I forbindelse med dette må Selskapet aktivt ta stilling til om man ønsker at informasjonen blir direkte publisert ved å aktivere publisering eller om man ønsker å deaktivere publiseringsfunksjonen. Hvis Selskapet velger sistnevnte kan det gjøres endringer ved teksten som lagres uten at teksten blir publisert før Selskapet ved en aktiv handling publiserer endelig melding.

Den ansatte som var ansvarlig for forberedelsene mener å ha på vanlig måte deaktivert publiseringsfunksjonen da Meldingen ble lastet opp kl. 19.51 og videre at personen ikke har foretatt en deaktiveringshandling deretter. Fra dette tidspunktet blir det gjort diverse endringer i Meldingen, blant annet tittelen til Meldingen. I Loggen observeres det at tittelen blir endret kl. 19.53 for så å endres tilbake til originaltittel kl. 19.58. Kun den første endringen kan Selskapet bekrefte at de har gjort. Hvorfor tittelen blir endret tilbake kan hverken Selskapet eller leverandøren av hjemmesiden forklare. Trolig grunnet en teknisk svikt, dog kan ikke menneskelig svikt utelukkes, blir publiseringsfunksjonen aktivert og deretter deaktivert ved disse hendelsene i systemet.

Meldingen skal ha vært tilgjengelig på hjemmesiden til Selskapet mellom kl. 19.51/19.53 og kl. 19.58. Selskapet viser til at personen («Brukeren») som kopierte over Meldingen til Forumet antageligvis har hatt nettsiden til selskapet åpent i dette tidsrommet og at innholdet dermed var tilgjengelig også etter at publiseringsfunksjonen var deaktivert.

Løpende forpliktelser pkt. 4.1 pålegger selskapene å sørge for at ingen uvedkommende får tilgang til opplysninger som omfattes av pkt. 4. før offentliggjøring. I den konkrete saken er denne bestemmelsen brutt ettersom Brukeren og andre brukere på Forumet anses som uvedkommende og skulle ikke hatt tilgang til Meldingen i forkant av publiseringen. Bestemmelsen må i denne sammenheng kunne tolkes på samme måte som verdipapirhandelloven § 3-4.

Tatt i betraktning at skadevirkningene var begrenset da Oslo Børs var stengt for handel da Meldingen ble publisert og at Selskapet la ut 4. kvartalsrapporten før åpning av Oslo Børs den 25. februar vil Børsen påpeke det aktuelle bruddet, men ikke innstille til formelle sanksjoner ovenfor selskapet.

Oslo Børs vil ikke forfølge saken videre utover dette brev, men brevet kan inngå som en del av Børsens «Vedtak og uttalelser» som veiledning for andre markedsaktører.

#### **4.2.2.2 For sen offentliggjøring av innkalling til ordinær generalforsamling og offentliggjøring av protokoll – Zalaris ASA (brev av 14.07.2015)**

Oslo Børs viser til tidligere korrespondanse i sakens anledning og børsmeldinger av 12. og 21. mai 2015 fra Zalaris ASA vedrørende innkalling til generalforsamling og protokoll fra generalforsamlingen avholdt 18. mai 2015. Offentliggjøring av innkallingen og protokollen og lagringen av disse i den offisielle lagringsmekanismen (OAM) ble ikke gjort før hhv. 12. og 21. mai 2015.

Oslo Børs legger til grunn, etter samtale med selskapet, at innkallingen til aksjonærene er gjort i henhold til allmennaksjeloven, altså at aksjonærene fikk tilsendt innkallingen minst tre uker før slik kravet er. Løpende forpliktelser 10.3 (2), 3.6 og 5.2 krever i tillegg at meldinger til aksjonærene skal offentliggjøres, samt lagres i den offisielle lagringsmekanisme (OAM) senest samtidig med at meldingen sendes aksjonærene. Dette ble ikke gjort rettidig i forbindelse med denne innkallingen. Oslo Børs opplever ved jevne mellomrom at sene offentliggjøringer skaper problemer for utenlandske aksjonærer som eventuelt ønsket å stemme, ved at de ikke fanget opp innkallingen før den ble offentliggjort på [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no). Dette gjelder de aksjonærene som er forvalterregistrert i VPS, ettersom de baserer seg på informasjon fra agentbanken i Norge, som igjen oppdager innkallingen gjennom offentliggjøringen. Det er kommet klager til Oslo Børs i denne konkrete saken, men det har så langt vi er kjent med ikke medført problemer med stemmegivningen på generalforsamlingen.

I tillegg til ovennevnte har løpende forpliktelser 10.5 krav til at utsteder offentliggjør meldingen om at generalforsamlingen er avholdt og eventuelle avvik fra innkallingen. Det er i den forbindelse ikke krav til å offentliggjøre en protokoll men det er allikevel normal praksis. Zalaris offentliggjorde melding om avholdt generalforsamling først 21. mai klokken 15:45.

Selskapet har ikke oppfylt sine forpliktelser iht. ovennevnte bestemmelser og en ønsker med dette å understreke at det er selskapets ansvar at meldinger offentliggjøres og lagres rettidig. Dette for å sikre at både nye og eksisterende aksjonærer får informasjonen på samme tidspunkt og at informasjonen ligger lagret i en offisiell lagringsmekanisme. Når offentliggjøringen skjer kun få dager før generalforsamlingen er det en risiko for at mange aksjonærer ikke vil kunne rekke å gjøre nødvendig forberedelser, eller posisjonere seg for de foreslåtte disposisjoner som det eventuelt skal stemmes over.

Vi vil ikke forfølge saken utover dette brev, men ber om at selskapet revitaliserer sine rutiner og påser at man for fremtiden følger nevnte regelverk. Brevet vil ikke bli offentliggjort, men kan inngå i børsens årlige utgivelse «Vedtak og uttalelser».

#### **4.2.2.3 Vedrørende kapitalendring juli 2015 – Link Mobility Group ASA (brev av 21.08.2015)**

Viser til tidligere kontakt med Oslo Børs samt børsmeldinger 1. juni og 4. august 2015 vedrørende registrering av ny aksjekapital i forbindelse med oppkjøpet av Cool Group Aps. Aksjekapitalen ble registrert i foretaksregisteret 24. juli 2015.

Løpende forpliktelser 11.4 (3) oppstiller et krav om at selskapet straks skal offentliggjøre når endringer av selskapets aksjekapital er registrert i Foretaksregisteret. Selskapet sendte riktignok en melding 1. juni om oppkjøpet av Cool Group og at det i den forbindelse skulle utstedes aksjer som en del av oppgjøret. Her fremgikk det dog ikke hvor mange aksjer som skulle utstedes eller på hvilket tidspunkt det skulle skje. Det følger av løpende forpliktelser 3.2 (1) nr. 3 og 3.2 (2) at slike beslutninger skal offentliggjøres og at det må gis tilstrekkelig informasjon til at markedsaktørene kan beregne virkning av den aktuelle beslutningen.

Vi vil minne Link Mobility om at antall utestående aksjer brukes i mange sammenhenger og er et viktig grunnlag i forbindelse med overholdelse av for eksempel flagebestemmelsen i verdipapirhandelloven § 4-3. Hvis kapitalen er feil på grunn av manglende oppdateringer fra selskapet kan investorer flage på uriktig grunnlag som gjør at markedet mottar feilaktig informasjon eller ikke mottar flagemeldinger som ellers skulle vært offentliggjort. Det finnes også andre bestemmelser som er avhengig av riktig antall utestående aksjer, samt børsens indekser.

Selskapet har i denne forbindelse brutt løpende forpliktelser 11.4 (3) og 3.2 (2). Børsen gjorde selskapet oppmerksom på bruddet, og da rettet selskapet raskt mangelen. På denne bakgrunn og at det ikke har forekommet lignende brudd tidligere, avslutter vi saken med dette brev. Vi ber om at selskapet for fremtiden merker seg forpliktelsen.

Brevet vil ikke bli offentliggjort, men kan inngå som en del av Børsens publikasjon «Vedtak og uttalelser».

#### **4.2.2.4 Kritikk for informasjonshåndtering ifm. inngåelse av distribusjonsavtale med H&R Healthcare Ltd. - Biotec Pharmacon ASA (brev av 24.09.2015)**

##### **1. Bakgrunn**

Det vises til korrespondanse per e-post mellom Oslo Børs ASA ("Børsen") og Biotec Pharmacon ASA ("Biotec" eller "Selskapet") i perioden 28. august til 14. september 2015 ifm. informasjonshåndtering i forkant av selskapets børsmelding av 20. august kl 10:32 vedrørende at selskapet "(...) entered into a Woulgan® distribution agreement with leading UK distributor H&R Healthcare Ltd". I nevnte børsmelding fremkom det bl.a. at denne avtalen representerte en milepæl i Selskapets strategi for å

sikre en sterk regional partner ifm. introduksjon av produktet Woulgan® Biogel, for behandling av sår, i det britiske markedet.

Aksjekursen til Biotec steg umiddelbart ved offentliggjøring av nevnte børsmelding 20. august, og utløste bl.a. to automatiske handelsstopp (Circuit Breakers) hhv. kl. 10:34 og 10:42. Ved børs slutt 20. august var aksjekursen opp 34,5 % ift. sluttkurs dagen før og opp 37,7 % ift. åpningskurs samme dag. På det høyeste var kursen opp 52,3 % og 56,3 % ift. hhv. sluttkurs 19. august og åpningskurs 20. august. Omsetningsvolumet i Selskapets aksjer var også betydelig høyere enn normalt etter at børsmeldingen ble offentliggjort.

I forkant av offentligjøringen av nevnte børsmelding var Selskapet i telefonisk kontakt med Oslo Børs hvor det ble orientert om at selskapet ila. kort tid ville publisere en børsmelding om inngåelse av distribusjonsavtalen.

På bakgrunn av børsmeldingens kraftige påvirkning av Biotecs aksjekurs og handelsvolum, samt at Markedsovervåking ved Oslo Børs først rett i forkant av meldingen ble orientert om forholdet, valgte Børsen å rette en rutinemessig henvendelse til Selskapet. Her ble Selskapet bl.a. bedt om å redegjøre for om, og eventuelt på hvilket tidspunkt, forhandlingene i forkant av avtaleinngåelsen utgjorde innsideinformasjon. Videre ble Selskapet bedt om å redegjøre for hvilke vurderinger som var gjort ift. plikten om å varsle Børsen ved en eventuell beslutning om utsatt offentligjøring, samt å oversende innsideliste dersom slik liste var ført i sakens anledning.

## 2. Selskapets redegjørelse og Børsens vurderinger

I Selskapets tilsvarende til Børsen anføres det bl.a. at prosessen som ledet frem til offentligjøring av børsmeldingen 20. august hadde pågått over lang tid, men det ble også påpekt at det i samme periode var tydelig kommunisert til markedet at Biotec jobbet med å få på plass en distribusjonsavtale for Woulgan® Biogel. Dialogen med H&R Healthcare Ltd. ("H&R") hadde pågått siden mai 2015, og under og i forkant av denne perioden var det også ført samtaler med andre potensielle distributører. Selskapet har videre redegjort for at man anser at innsideinformasjon først oppstod under en telefonkonferanse mellom partene som startet kl 10:00 den 17. august. Her ble mulige konkrete og kommersielle vilkår for en avtale diskutert. Senere samme dag sendte Biotec et forslag til avtale til H&R og man mottok tilsvarende fra H&R på ettermiddagen hvor det ble bekreftet at de vilkår som var definert i avtalen var akseptable med noen kosmetiske justeringer. Den endelige signerte avtalen ble mottatt av Biotec 20. august kl 09:51, altså kort tid før børsmelding om forholdet ble offentliggjort.

Etter en vurdering av selskapets redegjørelse, og den informasjon Oslo Børs for øvrig besitter, har Børsen ikke funnet grunnlag for å overprøve selskapets vurdering om at innsideinformasjon først oppstod 17. august i forbindelse med telefonkonferansen nevnt ovenfor. Herunder bemerkes det at Selskapet, som følge av den informasjon som ble utvekslet mellom partene under telefonkonferansen, besluttet utsatt offentligjøring og begynte å føre innsidelister. På dette tidspunktet vurderte Selskapet også at sannsynligheten for inngåelse av en avtale var økt betydelig. Første oppføring på innsidelisten er datert 17. august kl. 11:00. Som det fremkommer av innledningen ble Børsen ikke varslet om beslutningen om utsatt offentligjøring på dette tidspunkt.

### 2.1 Løpende informasjonsplikt og utsatt offentligjøring

Verdipapirhandellovens ("vphl.") utgangspunkt, slik det fremkommer av vphl. § 5-2 første ledd jf. Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper ("løpende forpliktelser") pkt. 3.1.1 første ledd, er at *"Utsteder skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår*

*utsteder". Vphl. § 5-3, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 første ledd, åpner imidlertid for "utsatt offentliggjøring" [av innsideinformasjon, jf. vphl. § 3-2] gitt at visse vilkår oppfylles.*

Selskapet har redegjort for at det forelå legetime grunner for utsatt offentliggjøring og opplyser samtidig at det ble fattet beslutning om utsatt offentliggjøring. Kort gjenfortalt argumenterer Biotec med at Selskapets erfaring var at *"(...) disse prosessene er preget av stor usikkerhet før en avtale er signert, og besluttet derfor å utsette offentliggjøring av informasjonen frem til signert avtale var i havn. Noe annet ville ha kunnet villedet markedet (...)"*. Børsen har ikke funnet grunnlag for å overprøve at det forelå legetime grunner for slik utsettelse, herunder synes vilkårene som oppstilles i vphl. § 5-3 første og annet ledd, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 første og annet ledd, å være oppfylt. Børsen har heller ikke avdekket tegn til lekkasje av informasjon, jf. vphl. § 5-3 fjerde ledd jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 fjerde ledd.

Av ovennevnte synes det således at vilkårene for å fatte beslutning om utsatt offentliggjøring, slik Selskapet gjorde 17. august, var oppfylt. Det fremkommer imidlertid av verdipapirforskriften § 5-1, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 tredje ledd, at *"Ved utsatt offentliggjøring skal regulert marked uoppfordret og umiddelbart gis melding om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen"*. Slik underretning ble ikke gitt til Oslo Børs 17. august, og Børsen var således ikke kjent med at det forelå innsideinformasjon i Biotec før Selskapet ringte Børsen 20. august ca. kl 10:06.

Selskapet har redegjort for at man var/er kjent med den aktuelle bestemmelsen og har forklart at den manglende varslingen av Børsen 17. august skyldtes en feil fra Biotecs side i en hektisk slutfase. I sin redegjørelse beklager Biotec sterkt det inntrufne og har opplyst at Selskapet har gjennomgått sine rutiner for sikre at dette ikke skal gjenta seg. Videre er det opplyst at det er planlagt opplæring og bevisstgjøring av ledelse og styret. Det påpekes også fra Selskapets side *"at det ikke var noen lekkasje av innsideinformasjon før informasjonen ble offentliggjort, noe som viser at Selskapet har evnet å behandle innsideinformasjonen konfidensielt"*.

Av ovennevnte fremkommer det at Biotec erkjenner at Selskapet skulle ha varslet Børsen underhånden i etterkant av telefonkonferansen med HR 17. august kl 10:00, altså på tidspunktet hvor innsideinformasjon oppstod, beslutning om utsatt offentliggjøring ble fattet og Selskapet begynte å føre innsidelister (iht. vphl. § 3-5, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.3 fjerde og femte ledd). Det er heller ikke bestridt at det forelå innsideinformasjon på dette tidspunktet. Således er Oslo Børs av den oppfatning at Biotec har brutt varslingsplikten overfor Børsen slik den fremkommer av verdipapirforskriften § 5-1, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 tredje ledd.

Oslo Børs er kritisk til at Biotec ikke varslet Børsen om beslutningen om utsatt offentliggjøring i etterkant av telefonkonferansen som fant sted 17. august kl 10:00. Det at Selskapet ikke underrettet Oslo Børs om forholdet på dette tidspunktet, fratok Børsen muligheten til å utføre sine lovpålagte forpliktelser, noe som ved en eventuell lekkasje kunne fått meget uheldige konsekvenser. Hensikten med bestemmelsen er å gjøre Børsen i stand til å observere den aktuelle aksjen særskilt og å gripe inn ved mistanker om markedsmissbruk, jf. Børsloven § 27 og børsforskriften § 19. Oslo Børs følger rutinemessig en aksjes kursutvikling og overvåker nyhetsbildet særskilt, der det er gitt melding om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Bruk av virkemidler som børspause og suspensjon ved tegn til lekkasjer er blant de viktigste forebyggende tiltakene Børsen har. For å iverksette slike tiltak er imidlertid børsen avhengig av at det gis underhåndenmelding i de tilfellene selskaper har utsatt offentliggjøringen av innsideinformasjon. Selskapenes plikt til å underrette børsen i situasjoner som dette bygger således på hensynet til investorene og tilliten til verdipapirmarkedet.

Etter en samlet vurdering av saken har Oslo Børs valgt å avslutte denne saken uten at det ilegges sanksjon i form av overtredelsesgebyr etter børsforskriften § 31, jf. løpende forpliktelser pkt. 15.4, for overtredelsen av verdipapirforskriften § 5-1, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 tredje ledd. I



denne vurderingen er det blant annet lagt vekk på at den manglende underhåndenvarslingen er begrenset til ca. 3 dager og Biotec synes å ha overholdt øvrige forpliktelser som kommer til anvendelse i en situasjon med utsatt offentliggjøring. Børsen har ikke tidligere registrert tilsvarende brudd fra Selskapet og det er iverksatt adekvate tiltak internt for å forhindre at tilsvarende hendelser skal oppstå i fremtiden. Det understrekes imidlertid at selskapets informasjonshåndtering har vært kritikkverdig. Gjentatte brudd vil således kunne medføre sanksjon i form av illeggelse av overtredelsesgebyr.

## 2.2 Listeføring og taushetsplikt

I forbindelse med gjennomgangen av Biotecs informasjonshåndtering innhentet Børsen Selskapets innsideliste som var ført i sakens anledning. Oslo Børs har ingen bemerkninger til listeføringen eller oppfyllelse av de formkrav som stilles i vphl. § 3-5 annet ledd, likevel med det forbehold om at det er Finanstilsynet som fører tilsyn med overholdelse av denne bestemmelsen.

Børsen reagerte imidlertid på at to personer i kraft av å være aksjonær hadde mottatt innsideinformasjon. Dette fremkom av innsidelisten at slik informasjon ble mottatt 19. august kl 11:00. Dette ble adressert i en e-post fra Børsen 9. september. Bakgrunnen for denne henvendelsen til Selskapet var at Børsen var i tvil om denne aksjonæren var å anse som "vedkommende" sml. vphl. § 3-4 første ledd. Finanstilsynet har i sin veiledning av 25.04.2014 "*Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4" pkt. 5.2 uttalt at "Bestemmelsen skal sikre at det kun er personer med et saklig og velbegrunnet behov for innsideinformasjon som gis tilgang til slike opplysninger. (...)"*.

Børsen mottok svar på denne henvendelsen, sammen med svar på øvrige oppfølgingsspørsmål, i brev av 14. september. Selskapet har redegjort for bakgrunnen for møtet med denne aksjonæren og hvorfor det ble gitt tilgang til innsideinformasjon på det nevnte tidspunkt. Herunder er det Biotec sin oppfatning at aksjonæren var å anse som "vedkommende".

Oslo Børs er, også etter Selskapets redegjørelse, i noe tvil om hvorvidt aksjonæren hadde et "*saklig og velbegrunnet behov*" for å motta informasjon om distribusjonsavtalen før denne ble offentliggjort i børsmelding. Det er imidlertid Finanstilsynet som formelt forvalter vphl. § 3-4. Børsen er forpliktet til å rapportere mulige brudd på denne bestemmelsen, og har derfor besluttet rutinemessig å oversende denne saken til Finanstilsynet for deres vurdering.

## 3. Konklusjon

Oslo Børs er, som beskrevet over, kritisk til at Biotec Pharmacon ASA ikke varslet Oslo Børs om beslutning om utsatt offentliggjøring 17. august 2015.

Oslo Børs vil ikke sende pressemelding vedrørende kritikken som fremkommer i dette brev, men vil kunne gjøre dette brevet kjent i andre sammenhenger. Herunder vil brevet kunne inntas i Børsens publikasjon av "Vedtak og uttalelser". Børsen anser saken vedrørende manglende varsling av Børsen ved utsatt offentliggjøring som avsluttet med dette brev.

Som nevnt vil det bli oversende en rutinemessig rapport til Finanstilsynet vedrørende oppfølgingen av aksjonæren på selskapets innsideliste.

### 4.2.2.5 Styreleders avgang – Telenor ASA (brev av 02.12.2015)

Oslo Børs viser til korrespondanse i sakens anledning senest i telefonsamtale 27. november 2015.

Oslo Børs har vurdert to forhold:

1. Om informasjonen relatert til avgangen til styrets leder, Svein Aaser, utgjorde insideinformasjon etter verdipapirhandelloven § 3-2
2. Om avgangen til Svein Aaser er offentliggjort tidsnok etter løpende forpliktelser pkt. 3.2 (1) nr. 8 om offentliggjøring av endringer i styret.

Når det gjelder den nye informasjonen som selskapet har gitt til Næringsdepartementet, har ikke Børsen grunnlag for å kunne vurdere om den utgjorde inside informasjon. Vi har notert selskapets vurdering om at informasjonen ikke utgjorde inside informasjon, og legger derfor selskapets forsikring til grunn.

Når det gjelder forhold nr. 2 synes den å være oppfylt under henvisning til selskapets forklaring.

Til den første vurderingen så virker det som om selskapet generelt mener at en styreleders avgang ikke utgjør insideinformasjon. Oslo Børs mener dette er en for generell tilnærming og er av den oppfatning at en styreleders avgang kan være insideinformasjon. Dette er en konkret vurdering der selskapets situasjon, og forholdene forøvrig er momenter i vurderingen.

I denne konkrete saken hadde Telenor ved Aaser og Brekke møte med statsråd Mæland den 29. oktober klokken 15. I dette møtet understreker statsråden alvorligheten i saken. I tillegg hadde Aaser og Mæland et eget møtet fra 15:40 i ca. 10 minutter. Her blir Aaser bedt om å møte på nytt hos statsråden dagen etter klokken 10. Telenor konkluderer selv med at informasjonen er presis i lovens forstand i møtet med næringsministeren 29. oktober. Det er ikke klart angitt om dette var den delen av møtet hvor også konsernsjefen var med, men uansett at det senest var i møtet som startet 15:40 hvor kun Aaser og næringsministeren deltok. Det er videre ikke hevdet at informasjonen har vært offentliggjort tidligere eller er allment kjent.

Dermed gjenstår spørsmålet om informasjonen var egnet til å påvirke kursen merkbart. Som påpekt falt aksjekursen fra NOK 168,2 til 160,3 når informasjonen ble kjent. Selskapet oppfatter kursfallet som et resultat av pressemeldingen fra Næringsdepartementet. Utfra denne pressemeldingen forstår Børsen det slik at det må være bakgrunnen for Aasers avgang, opplysningen om at det er gitt ny informasjon til næringsministeren (selv om innholdet ikke er kjent), og den mistilliten som er skapt, som har medført kursfallet. Dette er informasjon som selskapet kjente til gjennom møtene Aaser har hatt med næringsministeren. I disse møtene representerer Aaser selskapet og dermed har den informasjonen han mottar en direkte påvirkning på selskapet og dets informasjonsplikt. Aasers avgangen var ett resultat av og begrunnet med mistillit som næringsministeren gir uttrykk for. På denne bakgrunn er Børsen av den oppfatning at informasjonen om Aasers avgang, herunder bakgrunnen for avgangen, utgjorde insideinformasjon. Konkret oppstod dette senest i møtet som startet 15:40 den 29. oktober hvor Aaser skjønner at forholdet til næringsministeren er anstrengt.

På tross av konklusjonen til Børsen vil ikke saken forfølges videre. Børsen antar at det ville vært adgang for utsatt offentliggjøring i perioden mellom møtet 29. oktober med næringsministeren og frem til det andre møtet 30. oktober, og at markedet kun har vært åpent et par timer i denne perioden. I tillegg er det ikke observert noen lekkasjer eller unormal handel og dermed, etter en helhetsvurdering, begrenser Børsen seg til å påpeke overtredelsen av regelverket. På bakgrunn av Børsens konklusjon skulle det også vært ført innsidelister. Dette forvaltes av Finanstilsynet og Børsen tar derfor ikke endelig stilling til om denne bestemmelsen er overtrådt, men overlater det til Finanstilsynet.

På denne bakgrunn avslutter vi saken med dette brev. Børsen vil ikke offentliggjøre brevet men det kan inngå i Børsens årlige publikasjon «Vedtak og uttalelser».

## **4.3 Regnskapsrapportering**

### **4.3.1 Exemption from sections 3.6.2 (1) and (2) of the Oslo Børs' Bond Rules - EXMAR Netherlands BV (brev av 23.02.2015)**

We refer to the application of 11 February 2015 from DNB Markets on behalf of EXMAR Netherlands BV ("the issuer") to report in accordance with Dutch GAAP instead of IFRS, i.e. an exemption from sections 3.6.2 (1) and (2) of the Oslo Børs' Bond Rules.

According to sections 3.6.2 (1) and (2) of the Bond Rules, the borrower must make public annual reports and half-yearly reports for the first six months of the financial year in accordance with Section 5-5 and Section 5-6, respectively, of the Securities Trading Act and related regulations and in accordance with the provisions laid down in these rules. As set out in sections 3.6.3 (1) and 3.6.4 (3) of the Bond Rules, Oslo Børs may exempt a borrower that only issues bonds with denomination per unit of at least EUR 100,000 from these requirements.

According to the application, the issuer's parent company, EXMAR NV, is listed on NYSE Euronext Brussels and reports in accordance with IFRS. EXMAR NV will furthermore issue an irrevocable guarantee ("selvskyldnerkausjon") for the bonds in favour of the Trustee on behalf of the bondholders. The guarantee will be governed by Norwegian law and include provisions to ensure that EXMAR NV (as Parent and Guarantor) is liable for EXMAR Netherlands BV under the amended Bond Agreement, including payments obligations at such times in such amounts as it would have been liable for as issuer under the current Bond Agreement.

EXMAR NV's auditor, KPMG, has in an e-mail dated 9 February 2015 confirmed that under Dutch law, a company issuing bonds listed on a EU-regulated market can choose either IFRS or Dutch GAAP as long as it does not fall under the consolidation requirements (i.e. is only required to prepare standalone financial statements). Since EXMAR Netherlands BV does not fall under the consolidation requirement, it has the possibility to use Dutch GAAP to prepare its standalone financial statements.

The auditor has also confirmed that IFRS requires EXMAR NV to extensively disclose in its FY 2014 consolidated financial statements all guarantee obligations and its relationship with EXMAR Netherlands BV as issuer of the bonds. The key terms and conditions related the bonds will need to be disclosed too.

On the basis of the above, Oslo Børs has decided that it can grant EXMAR Netherlands BV exemption from sections 3.6.2 (1) and (2) of the Oslo Børs' Bond Rules, thus allowing the issuer to report in accordance with Dutch GAAP instead of IFRS. The exemption is granted on the following conditions: (i) the parent company of the issuer and guarantor of the loan remaining listed on a EU-regulated market and reports in accordance with IFRS, (ii) the issuer remaining a standalone entity, (iii) Dutch law allowing standalone entities with bonds listed on a EU-regulated market to prepare their financial statements in accordance with Dutch GAAP, and (iv) the issuer undertaking to inform Oslo Børs if the above conditions are no longer satisfied.

The exemption will only be valid as long as the above conditions are satisfied.

## 5 OVERTAKELSESTILBUD

### 5.1 Kontrollerte tilbud 2015

#### Overtakelsestilbud etter vphl. kap 6

Selskap	Tilbyder	Pliktig/ frivillig tilbud	Dato godkjent
Eltek ASA	Deltronics (Netherlands) B.V.	Frivillig	12.01.2015
Cellcura ASA**	Dag Dvergsten AS	Pliktig	20.01.2015
Eitzen Chemical ASA	Team Tankers International Ltd.	Frivillig	29.01.2015
Interoil Exploration and Production ASA	Andes Energia Plc	Pliktig	18.02.2015
EVERY ASA	Lyngen Bidco AS	Pliktig tilbud	27.03.2015
S.D. Standard Drilling Plc*	Saga Tankers ASA	Pliktig tilbud	17.06.2015
Zoncolan ASA	Ousdal AS	Pliktig tilbud	09.06.2015
Siem Offshore Inc	Siem Europe S.a r.l	Pliktig tilbud	06.10.2015
Aurora LPG Holding ASA	Avance Gas Holding Ltd	Frivillig tilbud	16.11.2015

\* Tilbud med delt jurisdiksjon (S.D. Standard Drilling Plc – Kypros)

\*\* Kombinert pliktig tilbud og meddelelse om tvangsinnløsning

#### Tvangsinnløsning uten at det fremmes pliktig tilbud, vphl. § 6-22 (3)

Selskap	Innløser	Dato godkjent
Eltek ASA	Deltronics (Netherlands) B.V.	13.04.2015
Eitzen Chemicals ASA	Team Tankers International Ltd.	12.03.2015

### 5.2 Pliktig tilbud

#### 5.2.1 Exemption from Norwegian rules on take-over bids – Knightsbridge Shipping Limited (brev av 23.02.2015)

We refer to letters dated 7 November 2014 and 12 December 2014 regarding application for exemption from Norwegian take-over rules in respect of Knightsbridge Shipping Limited ("Knightsbridge Shipping" or the "Company") (to be renamed Golden Ocean Group Limited).

The rules on take-over bids are set out in chapter 6 of the Norwegian Securities Trading Act ("STA").

Section 6-23 of the STA states:

*"Section 6–23 Takeover bids with links to more than one state*

*(1) The provisions of this chapter apply equally in relation to*

- 1. companies with their registered office in another state whose shares or other securities comparable to shares are not quoted on a regulated market in the state in which the company has its registered office but on a Norwegian regulated market, and*
- 2. companies with their registered office in Norway whose shares are quoted on a regulated market in another EEA state.*

*(2) The ministry may in cases as mentioned in subsection (1) lay down further regulations on the application of the provisions of this chapter as well as on the takeover supervisory authority and choice of law.*

*(3) The takeover supervisory authority may by individual decision make exception from some or all of the provisions of this chapter in the case of companies with their registered office in Norway whose shares are quoted on a regulated market both in Norway and a state outside the EEA. The same applies in relation to companies with their registered office in a state outside the EEA whose shares are quoted on a regulated market in Norway.*

Oslo Børs ASA is the take-over supervisory authority in respect of companies listed on Oslo Børs.

Knightsbridge Shipping is a Bermuda limited liability company. Hence, it is a company with registered office outside the EEA.

Knightsbridge Shipping has applied for admission to listing on Oslo Børs.

Knightsbridge Shipping is listed on the NASDAQ Stock Market ("NASDAQ"), a regulated market in the U.S. The listing on NASDAQ will be a primary listing and the listing on Oslo Børs will be a secondary listing, cf. Listing Rules Oslo Børs section 9.2.

Knightsbridge Shipping is not listed on a regulated market in the state in which the company has its registered office (Bermuda).

Knightsbridge Shipping is not and has not applied for listing on any other regulated markets.

As a consequence of the listing on Oslo Børs, the Norwegian rules on take-over bids are applicable in relation to Knightsbridge Shipping. However, Oslo Børs, in capacity as take-over supervisory authority, may decide to make exception from all or some of the provisions of the Norwegian rules on take-over bids in relation to companies with their registered office in a state outside the EEA, cf. the STA section 6-23, third paragraph.

Knightsbridge Shipping has applied for an exemption from all provisions regulating voluntary and mandatory takeover bids in chapter 6 of the STA.

Knightsbridge Shipping is subject to tender offer rules set out in U.S. securities laws. The Company has been listed on NASDAQ since 1997 and its shareholders have acquired shares on the basis that U.S. tender offer rules apply. In connection with this application Oslo Børs has received additional information from Knightsbridge Shipping regarding U.S. tender offer laws.

On this basis, Oslo Børs, in capacity as take-over supervisory authority, has resolved to exempt Knightsbridge Shipping from all provisions regulating voluntary and mandatory takeover bids in Chapter 6 of the STA, cf. Section 6-23, third paragraph. Oslo Børs has particularly emphasized that the company has been and is subject to U.S. tender offer rules, that the Company has an established listing on NASDAQ and that the listing on Oslo Børs will be a secondary listing. Should the applicability of the U.S. tender offer laws in relation to the Company materially change, Knightsbridge

Shipping must notify Oslo Børs. Such notification shall be made prior to the event becoming effective and as early as possible.

Knightsbridge Shipping shall make this decision and the implications of the decision public. This may be done in the listing prospectus published in connection with admission to listing on Børs.

## **5.2.2 Exemption from Norwegian rules on take-over bids – Frontline Ltd. (brev av 02.06.2015)**

We refer to letter dated 27 May 2015 regarding application for exemption from Norwegian take-over rules in respect of Frontline Ltd. ("Frontline" or the "Company").

The rules on take-over bids are set out in chapter 6 of the Norwegian Securities Trading Act ("STA").

Section 6-23 of the STA states:

"Section 6–23 Takeover bids with links to more than one state

(1) The provisions of this chapter apply equally in relation to

1. companies with their registered office in another state whose shares or other securities comparable to shares are not quoted on a regulated market in the state in which the company has its registered office but on a Norwegian regulated market, and
2. companies with their registered office in Norway whose shares are quoted on a regulated market in another EEA state.

(2) The ministry may in cases as mentioned in subsection (1) lay down further regulations on the application of the provisions of this chapter as well as on the takeover supervisory authority and choice of law.

(3) The takeover supervisory authority may by individual decision make exception from some or all of the provisions of this chapter in the case of companies with their registered office in Norway whose shares are quoted on a regulated market both in Norway and a state outside the EEA. The same applies in relation to companies with their registered office in a state outside the EEA whose shares are quoted on a regulated market in Norway.

Oslo Børs ASA is the take-over supervisory authority in respect of companies listed on Oslo Børs.

Frontline is a Bermuda limited liability company. Hence, it is a company with registered office outside the EEA.

Frontline is listed on Oslo Børs.

Frontline is also listed on the New York Stock Exchange ("NYSE"), a regulated market in the U.S. The listing on NYSE is a primary listing and the listing on Oslo Børs is a secondary listing, cf. Listing Rules Oslo Børs section 9.2.

Frontline is not listed on a regulated market in the state in which the company has its registered office (Bermuda).

Frontline is not and has not applied for listing on any other regulated markets.

As a consequence of the listing on Oslo Børs, the Norwegian rules on take-over bids are applicable in relation to Frontline. However, Oslo Børs, in capacity as take-over supervisory authority, may decide to make exception from all or some of the provisions of the Norwegian rules on take-over bids in relation to companies with their registered office in a state outside the EEA, cf. the STA section 6-23, third paragraph.

Frontline has applied for an exemption from all provisions regulating voluntary and mandatory takeover bids in chapter 6 of the STA.

Frontline was admitted listing on Oslo Børs in 1998. The take-over rules in the Securities Trading Act of 1997 ("STA 1997"), which was in force at that time, did not apply to foreign companies listed on a Norwegian exchange. The scope of the Norwegian take-over rules was later extended when the current STA was implemented in 2007 (effective as of 1 January 2008). The new act automatically imposed the Norwegian take-over regulations also for companies incorporated outside Norway (and the EEA) with a listing on Oslo Børs, hereunder the Company.

Frontline was originally primary (and solely) listed on Oslo Børs. The Company became listed on NYSE in 2002. In connection with the listing on NYSE, the listing on Oslo Børs was amended to a secondary listing. As of then Frontline has been primary listed on NYSE.

Due to its primary listing on NYSE, Frontline is subject to tender offer rules set out in U.S. securities laws which amongst others include certain obligations towards the U.S. Securities and Exchange Commission.

In connection with this application Oslo Børs has received information from Frontline regarding applicable U.S tender offer laws.

Imposing the Norwegian take-over rules in addition to the U.S. tender offer rules results in duplication of regulation. A takeover process may be less predictable and more complex for all involved parties. There is also a risk that the rules of the two regimes may be contradictory.

Frontline has its primary listing on NYSE and its shares are actively traded in the U.S. market.

On this basis, Oslo Børs, in capacity as take-over supervisory authority, has resolved to exempt Frontline from all provisions regulating voluntary and mandatory takeover bids in Chapter 6 of the STA, cf. Section 6-23, third paragraph. Oslo Børs has particularly emphasized that the Company has been and is subject to U.S. tender offer rules, that the Company prior to the amendment of the STA of 2007 (effective in 2008) was not subject to the take-over rules of Norway, that the Company has been primary listed on NYSE since 2002 and that the listing on Oslo Børs has since 2002 been of a secondary nature. Should the applicability of the U.S. tender offer laws in relation to the Company materially change, Frontline must notify Oslo Børs. Such notification shall be made prior to the event becoming effective and as early as possible.

Frontline shall make this decision and the implications of the decision public.

### **5.3 Dispensasjon fra tilbudsplikt**

#### **5.3.1 Dispensasjon fra tilbudsplikt ved overdragelse til heleid datterselskap - Rocksource ASA (brev av 29.04.2015)**

##### **1 Innledning**

Det vises til brev av 15. april 2015 fra EPSI AS («EPSI») der det søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt i Rocksource ASA ("Rocksource") jf. verdipapirhandelloven ("vphl.") § 6-2 (3).

#### Eierposisjonen i Rocksource

EPSI eier 133 595 703 aksjer tilsvarende 84,36 % av aksjene i Rocksource. Rocksource er notert på Oslo Børs.

EPSI har opplyst følgende om sitt eierskap i Rocksource:

EPSI ervervet aksjene i Rocksource dels ved ordinære kjøp i markedet, dels gjennom pliktig tilbud om erverv av samtlige aksjer i Rocksource fremsatt ved tilbudsdokument datert 9. desember 2014, dels ved deltakelse i fortrinnsrettsemisjon i selskapet gjennomført i februar 2015.

Forutfor fremsettelsen av det pliktige tilbudet eide EPSI 32 796 659 aksjer tilsvarende 33,34 % av aksjene og stemmene i Rocksource. Ved gjennomføring av det pliktige tilbudet ble EPSI eier av 80 351 646 aksjer tilsvarende 81,68 % av aksjene og stemmene i Rocksource. EPSIs eierandel økte deretter til 133 595 703 aksjer tilsvarende 84,36 % av aksjene og stemmene i Rocksource ved deltakelse i fortrinnsrettsemisjon i februar 2015.

#### Den konsoliderte gruppen

HitecVision VII, L.P. eier 100 % av aksjene og stemmene i HV VII Invest Manna AS, som igjen eier 100 % av aksjene og stemmene i HV VII Invest Manna II AS. HV VII Invest Manna II AS eier 100 % av aksjene og stemmene i EPSI. Disse eierforholdene er uendret fra EPSIs fremsettelse og gjennomføring av det pliktige tilbudet på samtlige aksjer i Rocksource. Det har således ikke vært endringer i den konsoliderte gruppen etter gjennomføring av det pliktige tilbudet.

#### Intern overdragelse

EPSI planlegger det å overdra samtlige av EPSIs aksjer i Rocksource til et nyopprettet heleid datterselskap av EPSI ved navn EPSI II AS, org.no. 915 056 229 («EPSI II»). Overdragelsen er ledd i en konsernintern reorganisering.

Overdragelsen utløser tilbudsplikt ved at EPSI II erverver aksjer i Rocksource. Det søkes om dispensasjon under henvisning til at overdragelsen skjer fra morselskap til heleid datterselskap. Det skjer således ingen endring av kontrollen over aksjeposten på 84,36 % i Rocksource.

Det er ikke opplyst om bestemmelser i vedtektene i noen av de involverte selskapene som innebærer stemmerettsbegrensninger eller utvidet stemmerett som medfører at stemmene avviker fra eierskapet.

## 2 Dispensasjon fra tilbudsplikt

Etter vphl. § 6-1 (6) utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5 når "erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av erverv". Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5, jf. § 6-1 (6), jf. vphl. § 6-2 (3). I forarbeidene, NOU 2005: 17 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), er det om dispensasjonsvurderingen uttalt at det skal legges vekt på om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Overdragelsen skjer fra morselskap til heleid datterselskap og innebærer derfor ikke et kontrollskifte eller fremstår ikke å være ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.



Oslo Børs mener at det foreligger slike særlige grunner at det kan gis dispensasjon fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3) for ervervet.

Oslo Børs er av den oppfatning at EPSI II vil overta den posisjon EPSI har per overdragelsestidspunktet i forhold til tilbudsreglene i vphl kap 6. Det innebærer at EPSI II vil kunne erverve ytterligere aksjer i Rocksource uten å utløse ny tilbudsplikt, ettersom EPSI har gjennomført pliktig tilbud og passert terskelen på 50 %.

### 3 Vedtak

Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

Det gis, etter vphl. § 6-2 (3), dispensasjon fra tilbudsplikt, til erverv av aksjer i Rocksource ASA, for EPSI II AS fra EPSI AS.

EPSI II AS skal sørge for at det ved alminnelig børs melding offentliggjøres at Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har vedtatt å gi dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) for ervervet.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse.

## **5.3.2 Dispensasjon fra tilbudsplikt ved fusjon - Siem Offshore Inc (brev av 01.06.2015)**

### 1 Innledning

Det vises til e-mail på vegne av Siem Industries Inc og Siem Europe S.A.R. der det søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt i Siem Offshore Inc ("IMS") jf. verdipapirhandelloven ("vphl.") § 6-2 (3).

Det er opplyst at Siem Industries Inc i en årrekke har eid 133 279 421 aksjer i Siem Offshore Inc, tilsvarende 34,4% av aksjene i selskapet. Den 9. januar 2015 ble samtlige av disse aksjene overført til det heleide datterselskapet Siem Europe S.A.R.L. Overdragelsen ble børs meldt samme dag.

Siem Europe S.A.R.L er et direkte heleid datterselskap av Siem Industries Inc. Bakgrunnen for overdragelsen er et arbeid med å rendyrke konsernstrukturen til Siem Industries Inc, hvor eierposten i Siem Offshore Inc. blir lagt sammen med de andre europeiske onshore investeringer Siem Industries har i datterselskapet Siem Europe S.A.R.L. Det er opplyst at det foreligger ingen intensjoner om salg av aksjeposten i Siem Offshore Inc.

Overdragelsen medfører tilbudsplikt. Det søkes om dispensasjon under henvisning til at overdragelsen skjer fra morselskap til heleid datterselskap. Det skjer således ingen endring av kontrollen over aksjeposten på 34,4% i Siem Offshore Inc.

### 2 Dispensasjon fra tilbudsplikt

Etter vphl. § 6-1 (6) utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5 når *"erhververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av erverv"*. Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5, jf. § 6-1 (6), jf. vphl. § 6-2 (3). I forarbeidene, NOU 2005: 17 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), er det om dispensasjonsvurderingen uttalt at det skal legges vekt på om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Overdragelsen er fra morselskap til heleid datterselskap og innebærer derfor ikke et kontrollskifte eller fremstår ikke å være ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Oslo Børs mener at det foreligger slike særlige grunner at det kan gis dispensasjon fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3) for ervervet.

Overføringen skjedde basert på en oppfatning om at overføring til heleid datterselskap ikke utløser tilbudsplikt, slik rettstilstanden var etter verdipapirhandelloven av 1997. Etter lovendring gjennom verdipapirloven av 2007 må det alltid søkes om dispensasjon. Lovens system bygger på at denne type dispensasjoner skal innhentes før tilbudsplikt er utløst. Når en aksjonær utløser tilbudsplikt etableres visse umiddelbare plikter og rettigheter. Dersom en aksjonær utløser tilbudsplikt for deretter å søke om dispensasjon kan det oppstå uheldige situasjoner i forhold til hvilken informasjon markedsaktører baserer sine investeringsbeslutninger på. I dette tilfelle er det ikke observert slike skadevirkninger. Oslo Børs er av den oppfatning at det er anledning for tilbudsmyndigheten til å innvilge dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) også etter at tilbudsplikt er utløst.

### 3 Vedtak

Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

Det gis, etter vphl. § 6-2 (3), dispensasjon fra tilbudsplikt, til salg av aksjer i Siem Offshore Inc, fra Siem Industries Inc til Siem Europe S.A.R.

Siem Europe S.A.R skal sørge for at det ved alminnelig børsmelding offentliggjøres at Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har vedtatt å gi dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) for ervervet.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse.

### **5.3.3 Exemption from mandatory bid obligation - Interoil Exploration and Production ASA (brev av 02.07.2015)**

#### 1 Background

Reference is made to the letter from Schjødt dated 15 April 2015, the subsequent e-mail from Schjødt dated 22 June 2015 (together the "Letter") and follow-up communication, where Schjødt, on behalf of Andes Energia Plc ("Andes") applies for an exemption from the mandatory bid obligation, cf. the Norwegian Securities Trading Act section 6-2 (3), in connection with a contemplated transfer of shares in Interoil Exploration and Production ASA ("Interoil" or "IOX").

Based on the description set out in the Letter, Andes currently holds 330,042,176 shares in Interoil (the "IOX Shares"), representing approximately 51.02% of the outstanding shares and votes in the company. Andes is in the process of considering how to structurally optimize its shareholding in Interoil. The IOX Shares are currently held by the listed UK topco of the Andes group, but Andes is considering whether tax, corporate and strategic considerations may indicate that a more efficient ownership structure could be established by transferring the IOX Shares to a subsidiary of Andes (the "Newco").

Upon establishment and transfer of the IOX Shares to Newco, Oslo Børs understands that Newco will be owned solely by Andes, but that Andes is in the process of discussing certain strategic options with respect to Interoil, one of which includes partnering with another public oil & gas company. If

such avenue is pursued and any transaction completed, Oslo Børs has been informed that this could involve such partner taking an up to 49% ownership interest in Newco.

Oslo Børs understands that Andes' shareholding shall not be reduced below 51% in Newco and that Andes shall retain control in Newco.

## 2 Exemption for the mandatory bid obligation

The transfer of the IOX Shares from Andes to Newco will trigger the obligation to launch a mandatory offer pursuant to section 6-1 (1) of the Norwegian Securities Trading Act (2007) (the "STA"), cf. section 6-1 (6). However, in accordance with the STA section 6-2 (3), Oslo Børs may in "special cases" (Nw. "særlige tilfeller") grant an exemption from the mandatory bid obligation if the shares are acquired by someone with whom the acquirer is consolidated pursuant to the STA section 6-5, cf. section 6-1 (6). Pursuant to the preparatory works for the STA, NOU 2005:17 and Odelsting Proposition (white paper) No. 34 (2006-2007), the main assessment regarding whether or not an exemption from the mandatory bid obligation should be granted is whether the transfer represents a change of control or is part of a chain of transactions that may lead to a change of control.

### Exemption from the mandatory bid obligations in accordance with the Securities Trading Act 1997

The Securities Trading Act of 2007 introduced an authority to Oslo Børs, in its capacity as take-over authority, to grant exemptions from the mandatory bid obligation (with effect from 1 January 2008). Under the terms of the Securities Trading Act of 1997, intra group acquisitions were exempted based on a restrictive interpretation of the rules regarding the mandatory bid obligation. Exemptions were mainly accepted in connection with transfers to wholly owned subsidiaries established for this purpose, but in certain cases, exemptions were also accepted inter alia in the event of transfers between companies held by the same person. Furthermore, Oslo Børs has previously stated that no exemptions should be accepted based on a restrictive interpretation of the STA 1997 in connection with transfers to partly owned subsidiaries; see Decisions and Statements 2007 - item 6.2.10 (Solstad Offshore ASA).

In a decision included in Decisions and Statements 2007 - item 6.2.15, Oslo Børs accepted exemption from the mandatory bid obligation where the listed shares were transferred to a wholly owned subsidiary in which the ownership was reduced to 60% following the share transfer. In this specific case, Oslo Børs found that the majority owner would retain significant influence through its 60%-ownership and thus the transaction did not trigger a change of control in the listed company.

### Exemption from the mandatory bid obligation based on an application pursuant to the STA 2007

Instead of continuing the restrictive interpretation of the statutory law, the STA 2007 introduced an authority for the take-over authority to grant exemptions from the mandatory bid obligation in certain cases, cf. the STA section 6-2 (3). The preparatory works discuss the basis for such authority and provides some guidance on which cases that may be considered as "special cases", cf. NOU 2005:17 p. 26 et seq. (office translation):

*"The Committee underlines that the rules regarding the mandatory bid obligation should not prevent practical restructuring within corporations. On the other hand, the Committee expresses concern that exemptions may undermine the mandatory bid obligation in connection with an isolated transaction or a chain of transactions that in fact leads to a change of control.*

*With regard to intra-group transfers, the Committee is of the opinion that the mandatory bid obligation should not be triggered in connection with transfer of shares to a wholly owned subsidiary*

*established for this purpose. There may also be other transfers within a consolidated group pursuant to the STA (1997) section 1-4 no. 3 and 4, that could allow exemptions from the mandatory bid obligation. Firstly, it is a question of whether transfers to a wholly owned subsidiary whose principal activity is different from holding the listed shares and transfers to subsidiaries that is owned by less than 100% would be in line with the statement made by Oslo Børs included above”.*

The Stock Exchange Appeal Committee has in a prior case, included in Decisions and Statements 2010 page 79 (Rieber & Søn), provided a statement regarding the significance of the practice and decisions made pursuant to the STA 1997:

*“Prior practice has relevance explaining the background for the implementation of the statutory exemption, but it is the application of the new regulation and the exercise of the discretion specified in the preparatory works that will be decisive.”*

Oslo Børs is of the opinion that the STA section 6-2 (3) and the preparatory works allow an exemption from the mandatory bid obligation in the event of a transfer of listed shares to a partly owned subsidiary in certain cases, provided that the transaction does not represent a change of control or is part of a chain of transactions that may lead to a change of control.

3 Oslo Børs’ consideration regarding an exemption from the mandatory bid obligation for Andes

#### Change of control

In accordance with the preparatory works and previous statements by Oslo Børs, Oslo Børs is of the opinion that the transfer of the IOX Shares to Newco as a wholly owned subsidiary of Andes will be eligible for an exemption under the STA section 6-2 (3).

When determining whether an exemption may also be granted based on the potential subsequent transfer of 49% of the shares in Newco to a third party it must be considered whether Andes will retain sufficient control in Newco through its ownership.

Based on the information provided in the Letter and the follow-up communication with Schjødt, it is expected that Andes will enter into a shareholders’ agreement with the new minority shareholder. Oslo Børs has been informed that the shareholders’ agreement will contain customary provisions with respect to Newco, such as governance, drag- and tag-along rights, board representation etc. The shareholders’ agreement will however not entail any shift in the economic or organizational control of the IOX Shares. As a 51% shareholder in Newco, Andes will retain 51% of the voting rights in Newco and will appoint the majority of directors in Newco. The minority shareholder will be entitled to board representation and certain decisions relating to capital expenditures and liabilities of Newco will require approval from the minority shareholder. Oslo Børs understands that these rights will not extend to Interoil, i.e. that the minority shareholder will not be entitled to Board representation in Interoil.

Based on the above, Oslo Børs is of the opinion that the transfer of the IOX Shares to Newco and a subsequent reduction of the share ownership in Newco to 51% does not represent a change of control or is part of a chain of transactions that may lead to a change of control in Interoil.

#### Conditional resolution to grant an exemption from the mandatory bid obligation

The preparatory works state that the take-over authority may include conditions when granting exemptions from the mandatory bid obligation, including that later occasions may trigger the mandatory bid obligations, cf. NOU 2005:17 p. 27 (office translation):

*“The take-over authority may in accordance with customary principles of administrative law make conditions for exemptions, inter alia that the mandatory bid obligations will be triggered by a subsequent transfer of the shares in the intermediate company or by a subsequent transaction that represents a change of control.”*

On this basis, Oslo Børs will make an exemption conditional upon Newco having as its sole purpose to hold the IOX Shares.

#### 4 Subsequent acquisitions

A shareholder who has triggered a mandatory bid threshold as mentioned in the STA section 6-1 or section 6-6 (1) in such a way as not to trigger the mandatory bid obligation, and has therefore not made a mandatory offer, is obliged to make an offer to buy the remaining shares in the company in the case of each subsequent acquisition that increases his proportion of the voting rights, cf. the STA section 6-6 (2).

Andes triggered the mandatory bid obligation in January 2015 when Andes acquired 51% of the share capital in InterOil. In accordance with the STA chapter 6, Andes subsequently made a mandatory offer for the remaining shares in InterOil, published in February 2015.

Shareholders that have previously made a mandatory offer will not be affected by the rules in the STA section 6-6 (2). However, Newco, that is expected to receive the IOX Shares in the contemplated transaction, is a newly established company and has not previously made any mandatory offer to the shareholders in InterOil. Oslo Børs has previously stated that the authority to grant exemptions in the event of intra-group transfers is based on a principle of continuity and that the new owner of the listed shares will undertake the position of the transferring party with regard to the offer obligation for subsequent acquisitions, see Decisions and Statements 2011 p. 176 (Aker Floating Production).

The consequence of the principle of continuity described above, is that Newco following the transfer of the IOX Shares, will be in the same position as Andes was prior to such share transfer. Newco will therefore undertake the position that Andes has today, hereunder the effect of the mandatory offer made by Andes in 2015.

Oslo Børs' considerations regarding the a bid obligation in connection with subsequent acquisitions is not part of Oslo Børs' authority to grant exemptions, and should therefore only be regarded as a statement on the statutory interpretation.

#### 5 Decision

Oslo Børs, in its capacity as take-over authority, has on this basis made the following decision:

An exemption from the mandatory bid obligation will be granted to Andes Energia Plc. pursuant to the STA section 6-2 (3) in connection with the transfer of 330,042,176 shares in InterOil Exploration and Production ASA to a wholly owned subsidiary of Andes, including the potential subsequent transfer of up to 49% of the shares in Newco to a third party, provided that no change of control will occur.

The exemption will be granted on the condition that as from the date of the transfer of the IOX Shares from Andes to Newco and going forward, the sole purpose of Newco will be to hold the IOX Shares.

This decision will be made public on the website of Oslo Børs when Andes has notified Oslo Børs of the transaction. A stock exchange notification describing the transactions and the exemption granted herein shall be issued no later than at closing of the transfer of the IOX Shares from Andes to Newco.

For the sake of good order Oslo Børs informs that this decision may be appealed by persons having a legal interest in an appeal (Nw: rettslig klageinteresse).

### **5.3.4 Dispensasjon fra tilbudsplikt - Havfisk ASA og Ocean Yield ASA (brev av 30.09.2015)**

#### **1 Innledning**

Det vises til brev av 17. september 2015 fra Advokatfirmaet BA-HR på vegne av Aker Capital AS der det søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt i Havfisk ASA («HFISK») og Ocean Yield ASA («Ocean Yield»), jf. verdipapirhandelloven («vphl.») § 6-2 (3) («Dispensasjonssøknaden»). Aker ASA («Aker») eier i dag 73,25 % av aksjene i HFISK og 72,97 % av aksjene i Ocean Yield og Aker vil overdra sine aksjer i selskapene til Aker Capital AS, et heleid datterselskap av Aker. Det er således tale om en overføring av børsnoterte aksjer fra morselskap til heleid datterselskap.

I Dispensasjonssøknaden er det videre redegjort for planlagt avhendelse av aksjene i Converto Capital Fund AS («CCF») fra Aker til Aker Capital AS. CCF eier i dag aksjer i de noterte selskapene American Shipping Company ASA («AMSC») (19,1 %) og Aker Philadelphia Shipyard ASA («AKPS») (57,65 %). Det er lagt til grunn at overdragelsen av aksjene i CCF ikke utløser tilbudsplikt for Aker Capital AS, etter reglene om indirekte erverv, jf. vphl. § 6-1 (2) nr. 1.

Når det gjelder eventuelle etterfølgende erverv er det i Dispensasjonssøknaden lagt til grunn at Aker Capital AS vil overta den posisjonen Aker har i forhold til reglene om tilbudsplikt per overdragelsestidspunktet.

#### **2 Faktiske forhold**

Aker eide 66,76 % av aksjene i HFISK, tidligere Aker Seafoods ASA, ved børsnoteringen i 2005. I 2009 ble aksjene overdratt til Converto Capital Fund AS. Børsen fattet i denne forbindelse vedtak om dispensasjon fra tilbudsplikt ved brev av 17. juni 2009. I 2012 ble aksjeposten tilbakeført til Aker, se Børsens vedtak om dispensasjon fra tilbudsplikt av 20. juni 2012 inntatt i Vedtak og uttalelser 2012 punkt 5.3.2.

Når det gjelder Ocean Yield er det opplyst at Akers aksjepost i det alt vesentlige har vært konstant siden børsnoteringen i 2013.

#### **3 Vurdering av dispensasjon**

Etter vphl. § 6-1 (6) utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med når erververen passerer tilbudspliktgrensen. Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med, jf. vphl. § 6-2 (3). I forarbeidene, NOU 2005: 17 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), er det om dispensasjonsvurderingen uttalt at det skal legges vekt på om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Aker Capital AS er et heleid datterselskap av Aker.

Oslo Børs er av den oppfatning at Akers kontroll over aksjepostene i HFISK og Ocean Yield der disse eies av et heleid datterselskap i realiteten ikke er vesentlig forskjellig fra den kontroll som Aker har som direkte eier av disse.

Som ved overføringen av aksjeposten i HFISK i 2009 og 2012 anser ikke Oslo Børs reorganiseringen av eierskapet i verken HFISK eller Ocean Yield for å innebære et kontrollskifte eller å være ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Oslo Børs mener at det foreligger slike særlige grunner at det kan gis dispensasjon fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3) for Aker Capital AS' erverv av aksjepostene i HFISK og Ocean Yield fra Aker.

Aker vil i tillegg til overdragelsene av aksjene i HFISK og Ocean Yield, avhende sine aksjer i CCF til Aker Capital AS. Aksjeposten utgjør samtlige aksjer i CCF. Som beskrevet innledningsvis vil denne overdragelsen blant annet innebære en indirekte overdragelse av CCFs aksjer i selskapene AMSC og AKPS, notert på henholdsvis Oslo Børs og Oslo Axess. CCF eier i dag 19,1 % av aksjene i AMSC og 57,56 % av aksjene i AKPS. Hva gjelder aksjeposten i AKPS vil overdragelsen innebære et indirekte erverv av en kontrollerende aksjepost i et børsnotert selskap.

Etter vphl. § 6-1 (2) nr. 1 vil tilbudsplikten utløses i tilfeller der ved erverv av aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie akser i et selskap som nevnt i første ledd.

Forarbeidene til verdipapirhandelloven av 1997, som på dette punktet var likelydende med gjeldende bestemmelse, omtaler følgende om indirekte erverv, Ot.prp.nr 29 (1996-1997) s. 71:

*«Erverv av mer enn 50 % av aksjene i et selskap med betydelig virksomhet, der aksjer i det børsnoterte selskapet kun er en liten del, bør etter utvalgets syn ikke ses som et kontrollskifte i det børsnoterte selskapet. Utvalget viser til at spørsmålet om selskapets vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i det børsnoterte selskapet, vil avhenge av en konkret vurdering i det enkelte tilfellet. I det engelske regelverket er det ifølge utvalget, lagt til grunn at tilbudsplikt normalt vil inntre der 75 % av selskapets aktiva består av de børsnoterte aksjene. Utvalget antar at en lignende grense bør kunne være veiledende for skjønnet også etter den bestemmelse som foreslås i verdipapirhandelloven.»*

I Dispensasjonssøknaden er det opplyst at verdien av aksjeposten i AKPS kun utgjør 40 % av verdiene i CCF. Børsen antar videre at aksjeposten i AMSC utgjør en vesentlig mindre del av verdiene i CCF. Etter Oslo Børs' vurdering består derfor ikke CCFs vesentligste virksomhet i å eie aksjer verken i AKPS eller i AMSC.

Overføringen av aksjene i CCF fra Aker til Aker Capital AS utløser derfor i seg selv ikke tilbudsplikt for Aker Capital AS.

#### 4 Vurdering av etterfølgende tilbudsplikt

Etter reglene om etterfølgende tilbudsplikt, vphl. § 6-6 (2), vil en aksjeeier som har passert terskelen for tilbudsplikt på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, utløse etterfølgende tilbudsplikt ved ytterligere erverv som øker stemmeandelen.

Oslo Børs har, jf. Vedtak og uttalelser 2008 s. 123 – Dof Subsea og Børsklagenemnden har i sak 2/2010 – Rieber & Søn – gjengitt i Vedtak og uttalelser 2010 s. 79, gitt uttrykk for at passering av terskel i medhold av dispensasjon ikke er en slik passering av terskel som vphl. § 6-6 (2) viser til, slik at reglene om etterfølgende tilbudsplikt ikke kommer til anvendelse. Dette er senere blitt noe

modifisert av Oslo Børs i Vedtak og uttalelser 2011 s. 176 – Aker Floating og senere saker. Selv om erverv ved dispensasjon i seg selv ikke skal ansees som passering av terskel etter regelen om etterfølgende tilbudsplikt, må det også sees hen til avhenderens posisjon ved vurdering av tilbudsplikten. Et slik kontinuitetsprinsipp innebærer bl.a. at dersom avhenderen var i posisjon til å utløse etterfølgende tilbudsplikt (eller gjentatt tilbudsplikt ved passering av 40 % eller 50 %) vil denne posisjonen videreføres hos erverver i medhold av dispensasjon.

Aksjene i HFISK ble overdratt fra CCF til Aker i 2012, se Børsens dispensasjonsvedtak av 20. juni 2012 inntatt i Vedtak og uttalelser 2012 punkt 5.3.2. I vedtaket har Børsen uttalt følgende vedrørende regelen om etterfølgende (og gjentatt) tilbudsplikt:

*«Under henvisning til det som er uttalt i Vedtak og uttalelser 2011 s. 176 er Oslo Børs av den oppfatning at Aker vil være unntatt fra etterfølgende tilbudsplikt (og gjentatt tilbudsplikt) ved erverv av ytterligere aksjer i Aker Seafoods. Forutsetningen for dette er at Aker eide, direkte og indirekte gjennom heleid datterselskap, ved børsnoteringen av Aker Seafoods, over 40 prosent av aksjene i Aker Seafoods, og at den konsoliderte gruppen siden eide uavbrutt mer enn 40 prosent av aksjene i Aker Seafoods frem til overdragelsen til Convento Capital Fund AS, som hovedmann for Convento Fund, i medhold av dispensasjon fra tilbudsplikt. Deretter har Convento Capital Fund AS, som hovedmann for Convento Fund, uavbrutt eid, og vil frem til overdragelse til Aker eie, mer enn 40 prosent av aksjene i Aker Seafoods. Vi presiserer for ordens skyld at dette forutsetter at det ikke foreligger andre omstendigheter som innebærer at en tilbudspliktgrense er passert på annet grunnlag, herunder ved kontrollskifte som følge av endringer i den konsoliderte gruppe som eksisterte på tidspunktet for børsnoteringen av Aker Seafoods, for eksempel ved endringer høyere opp i eierkjeden – se bla. Børsklagenemnden sak 1/2011 – Wilh. Wilhelmsen.»*

Konsekvensen av det overnevnte kontinuitetsprinsipp i denne saken vil være at Aker Capital AS etter ervervet av aksjene i HFISK og Ocean Yield med hensyn til reglene om tilbudsplikt vil stå i samme stilling som Aker før overdragelsen. Aker Capital AS overtar med dette den posisjonen som Aker har i dag.

Børsens vurdering av forholdet til etterfølgende tilbudsplikt er ikke omfattet av dispensasjonsmyndigheten, men utgjør kun en uttalelse om lovtolkningsspørsmål.

## 5 Vedtak

Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

*Det gis, etter vphl. § 6-2 (3) dispensasjon fra tilbudsplikt til erverv av aksjer i Havfisk ASA og Ocean Yield ASA, for Aker Capital AS. Overdragelsene må gjennomføres innen 31. desember 2015.*

*Senest samtidig med at avtale om overdragelsene inngås skal Aker Capital AS sørge for at det ved alminnelig børsmelding offentliggjøres at Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har vedtatt å gi dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) for overdragelsene. Oslo Børs skal samtidig gis beskjed om offentliggjøringen og vedtaksbrevet vil deretter offentliggjøres i sin helhet.*

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse.

Det bes om tilbakemelding til Børsen dersom nevnte reorganisering ikke gjennomføres.



## 6 MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER

### 6.1 Nye medlemmer 2015

#### Medlem

---

Nyenburgh Holding B. V.

---

Skandiabanken ASA

---

### 6.2 Medlemsregler/Handelsregler

#### 6.2.1 Håndtering av ordreinnleggelser - Panoro Energy ASA (PEN) (brev av 16.10.2015)

##### 1. Bakgrunn

Det vises til korrespondanse og møte mellom Pareto Securities AS («Pareto») og Oslo Børs ASA («Børsen») i perioden 25.06.2015 til 11.09.2015 vedr. ordreinnleggelser i PEN, 24.06.15.

Onsdag, 24.06.2015, la kunde hos Pareto, XXX, inn et antall kjøpsordre i tidsintervallet 16:21:14 til 16:24:33 i det børsnoterte selskapet PEN. Ordreinnleggelsene medførte at likevektsprisen i sluttauksjonen ble påvirket, tilsvarende en kursøkning på 28 %. Rett før sluttauksjonen skulle avsluttes slettet kunden alle ordrer og likevektsprisen falt tilbake til sitt tidligere nivå. Dette vitner om en atferd hvor kunden ikke hadde noen reell intensjon om å faktisk erverve aksjer på de nevnte kurser/volum.

##### 2. Paretos redegjørelse og Børsens vurderinger

Oslo Børs har gjennomgått Paretos redegjørelse for rutiner og kontrollmekanismer, og tar dette til etterretning. For de fleste tilfeller virker disse å være adekvate. I tilfellet som beskrevet over viser det seg dog at Pareto ikke fanget opp avvikene, hverken i totalt volum på alle ordrer eller den avvikende kursen på ordrene. Oslo Børs mener at dette ikke er tilfredstillende. Oslo Børs er av den oppfatning av at volum som tilsvarende fem ganger dagens omsatte volum, samt kursavvik på 28,4 % fra sist omsatt må kunne oppdages av meglerforetaket. Det vises til kapittel 1.4.1 i Oslo Børs Member and Trading Rules («MTR») hvor det bl.a. fremkommer:

Rule 1300.1: *“a member firm shall not, in respect of its on Exchange business: do any act or engage in any course of conduct which creates or is likely to create a false or misleading impression as to the market in, or the price or value of, any security.”*

Rule 1300.6: *“a member firm shall not, in respect of its on Exchange business: cause an order or a trade which do not reflect the current market value of that security to be put into the trading system”*

Videre fremkommer det av guidingen til Rule 1300: «Entry and deletion of orders: *“While the Exchange understands that trading decisions of member firms may change, member firms should not enter orders into the auction or during continuous trading with the intention of deleting or otherwise amending them before execution. This can give a potentially misleading impression of the level of liquidity in the market or the likely auction uncrossing price and volume to other participants. Such activity may constitute a breach of Rule 1300.”*

Som det fremkommer ligger ansvaret for DMA i sin helhet hos medlemmet jf. MTR kapittel 2.2.1:

Rule 2103: *“A member firm may allow a customer to submit orders to the trading system under the member firm’s trading codes, either by way of direct market access or by providing sponsored access, subject to the member firm having in place adequate systems and effective controls, including pre- and post-trade controls, to ensure that the provision of direct market access or sponsored access does not adversely affect compliance with these Rules, lead to disorderly trading or facilitate conduct that may involve market abuse.”*

I guidingen til Rule 2103 står det: *«Responsibility for customers’ order flow (whether submitted to the Exchange via direct market access or sponsored access): Member firms providing customers with direct market access or sponsored access to the trading system are solely responsible for all obligations and liabilities arising from messages including but not limited to entry, deletion and execution of all orders submitted by that customer, and may be subject to interventions and sanctions for any breaches of the rules and procedures in respect of those orders or messages.*

Børsens vurdering av ordreinnleggelse som ble foretatt er at disse kan være i strid med verdipapirhandelloven. § 3-8 og dermed kan betraktes som markedsmanipulasjon. Man har derfor oversendt saksforholdet når det gjelder kunden, XXX, til Finanstilsynet for videre vurdering.

Oslo Børs har med dette konstatert brudd på Børsens handelsregler, Member and Trading Rules. Ettersom dette er et engangstilfelle velger vi å avslutte saken med dette brev. Oslo Børs ønsker at Pareto skal revitalisere sine rutiner og kontrollmekanismer for å unngå lignende episoder i fremtiden. Vi vil ikke offentliggjøre brevet men det kan inngå i Børsens publikasjon «Vedtak og uttalelser».

### **6.2.2 Ordreinnleggelser – manuell overstyring av alarmer – Norwegian Air Shuttle(NAS) (brev av 19.10.2015)**

Det vises til samtale og e-post utveksling vedrørende ordreinnleggelse i NAS den 28. juli 2015.

Hendelsesforløpet kan kort oppsummeres med:

Kl. 11:59:34 legges det inn en kjøpsordre på 166.927 aksjer i NAS til kurs NOK 339,-, tilsvarende et beløp på NOK 56.588.253,-. Denne ordren ble delvis fylt med 500 aksjer før den ble trukket kl. 11:59:34. Kl. 11:59:38 legges det inn en kjøpsordre på 399.465 aksjer i NAS til kurs 339,-, tilsvarende et beløp på NOK 135.418.635,-. Denne ordren blir delvis fylt med 192 aksjer før den trekkes kl. 12:02:45.

Ordrene påvirket kortvarig prisingen i papiret.

Det fremkommer av Clarksons Platou Securities (Platou) redegjørelse at ordreinnleggelsen skyldtes en feiltasting ved at man overstyrte en alarm ved ordren på 500 000 aksjer ettersom det korrekte skulle ha vært 500 aksjer.

Det at systemet genererte en alarm som ble ignorert indikerer at feilen skyldtes menneskelig svikt. En viser i denne forbindelse til Oslo Børs Member and Trading Rules (MTR) 2101. Det fremkommer i bestemmelsens veiledning at;

*Member firms’ procedures and controls should be designed to ensure that orders are entered correctly and that any alerts generated are responded to appropriately.*

Børsen legger til grunn at prosedyrene har sviktet på dette punkt. Børsen finner grunn til å minne om at medlemmet har ansvar for sine ansattes handlinger jfr. MTR 1112. Dermed konstateres det brudd

på disse bestemmelser, men Børsen vil ikke forfølge saken utover dette brev. Bakgrunnen er at bruddet ansees som én engangshendelse.

En forutsetter at medlemmet har revitalisert sine rutiner på området for å redusere risiko slik at man kontrollerer innholdet i alarmer før man validerer ordre som sendes markedsplassen. Det er medlemmet som må sikre at de ansatte har kunnskap om forpliktelsene man har til markedsplassen og at de ansatte har den nødvendige kompetanse for å etterleve disse, jfr. MTR 1024 og 1020.3.

Oslo Børs anser med dette saken som avsluttet. Vi vil ikke offentliggjøre brevet men det kan inngå i Børsens publikasjon «Vedtak og uttalelser».

### **6.2.3 Manglende rapportering av handler – Norne Securities AS (brev av 25.11.2015)**

Oslo Børs viser til tidligere korrespondanse med Norne Securities om handler i Bluewater Holding B.V og i Melhus Sparebank, senest ved e-post 11. november 2015.

Saken vedrører to forhold. Ett tilfelle av feilrapportering av omsetning i Bluewater Holding BV som skulle vært gjennomført i Blaker Sparebank. Dette ble påpekt av Børsen og handelen i Bluewater ble slettet, dog aldri rapportert i Blaker Sparebank. Initialt kunne ikke Norne redegjøre for handelen som var rapportert i Bluewater, noe Børsen finner underlig. Det skal være mulig der Børsen innhenter informasjon. Det andre forholdet gjelder én handel i Melhus Sparebank som ved en feil ikke ble rapportert rettidig pga av en misforståelse om motparten i transaksjonen var børsmedlem.

Oslo Børs har etter å ha mottatt forklaring fra Norne konstatert at handel i Bluewater Holding B.V. skulle vært rapportert i Blaker Sparebank. Videre er handelen i Melhus Sparebank feilaktig rapportert tre dager for sent.

Oslo Børs ønsker med dette å påpeke at Norne har brutt bestemmelser i Member and Trading Rules (MTR) og at meglerhuset er forpliktet til å gi ansatte tilstrekkelig opplæring til å kunne overholde handelsreglene. I forbindelse med handelen i Blaker Sparebank påpekes det at selv om den feilaktige handelen i Bluewater er slettet, kan ikke Oslo Børs se at handelen er meldt på nytt i Blaker Sparebank. Etter Børsens syn representerer dette et brudd på MTR 3000 og 3020. På samme måte er handelen som ble meldt for sent i Melhus Sparebank brudd på de samme bestemmelser. Videre påpekes det at et medlem er forpliktet til å ha på plass adekvate prosedyre, kontroller og tilstrekkelig kompetanse/opplæring av ansatte (jf. MTR 1020.3 og 1020.4).

På bakgrunn av at Norne ved to anledninger har overtrådt Børsens regelverk påpekes bruddet og en ber om at Norne tar overtredelsene alvorlig. På bakgrunn av forutgående korrespondanse, legger Børsen til grunn at medlemmets rutiner er revitalisert og at de ansatte er gitt nødvendig opplæring.

Vi kommer ikke til å forfølge saken utover dette brev men brevet kan inngå i Børsens årlig «Vedtak og uttalelser» som veiledning for andre markedsaktører.

## **Vedlegg 1**



## OSLO BYFOGDEMBETE

### KJENNELSE

---

**Avsagt:** 27. oktober 2015

**Sak nr.:** 15-157176TVI-OBYF

**Dommer:** Dommer Terje Reinholt Johansen

**Saken gjelder:** Kjennelse om midlertidig forføyning; spørsmål om strykning av aksjeselskap fra børsnotering ved Oslo Børs

---

Polygon European Equity Opportunity  
Master Fund

Advokat Christian Fredrik Galtung med  
rettslig medhjelper advokat Atle Degre`

Aksjonærforeningen i Norge

Advokat Christian Fredrik Galtung med  
rettslig medhjelper advokat Atle Degre`

**Mot**

Oslo Børs ASA

Advokat Frode Elgesem med rettslig  
medhjelper advokat Ole Andenæs

Evry ASA

Advokat Per Magne Ristvedt med  
rettslig medhjelper advokat Vidar  
Riksfjord

Saksøkeren Polygon European Equity Opportunity Master Fund, Aksjonærforeningen i Norge ( heretter betegnet som "Polygon" ) har ved prosesskrift 6. oktober 2015 begjært midlertidig forføyning overfor Oslo Børs ASA som saksøkt. Polygon har mottatt såkalt partshjelp fra Aksjonærforeningen i Norge ( "Aksjonærforeningen" ) etter tvisteloven § 15-7 første ledd litra b), mens Børsen har mottatt partshjelp fra det børsnoterte aksjeselskap Evry ASA ( Evry ) etter tvisteloven § 15-7 første ledd litra a). Partshjelpen er ikke blitt bestridt, og den er godtatt av retten.

Det ble avholdt muntlige forhandlinger ved Oslo byfogdembete den 19. oktober 2015, slik det fremgår av rettsboken. Rettsmøtet ble lagt opp etter en modell som gjerne benyttes under Høyesteretts forhandlinger. Rettsmøtet her ble gjennomført ved at Polygon ved prosessfullmektiger fremsatte sitt hovedinnlegg i form av dokumentasjon og argumentasjon, og ellers leste opp støtteskriv 12. oktober 2015 fra Aksjonærforeningen. Tilsvarende fikk Børsens prosessfullmektiger hovedinnlegg med dokumentasjon og argumentasjon, og til slutt partshjelper Evry ved selskapets prosessfullmektig. Det ble videre avgitt partsforklaring fra Børsens representant. Aktørene ble deretter gitt anledning til ytterligere oppsummeringer, men de avstod alle fra dette.

#### Innledende merknader om sakens problemstilling.

Børsen hadde opprinnelig fattet et vedtak av 15. juni 2015 med slik konklusjon:

*Søknad fra EVRY ASA om strykning av selskapets aksjer fra notering på Oslo Børs avslås.*

Evry påklaget så vedtaket til Børsklagenemnden. Nemnden fant grunn til å omgjøre vedtaket 15. juni 2015 og traff for sin del klagevedtak 24. august 2015 med slik konklusjon:

*Oslo Børs ASAs vedtak 15. juni 2015 om å avslå søknad om strykning av EVRY ASAs aksjer fra notering på Oslo Børs oppheves. Søknaden innvilges.*

Polygon anmodet om at Børsklagenemndens vedtak ble gitt oppsettende virkning ( utsatt iverksettelse ) i påvente av oppfølgende rettergang om vedtakets gyldighet, sml. forvaltningsloven § 42. Nemnden besluttet imidlertid 2. oktober 2015 ikke å imøtekomme Polygons krav om utsatt iverksettelse, men har allikevel gjennom denne beslutning innrømmet Polygon rettslig klageinteresse hvor det ble åpnet adgang for Polygon å kunne fremsette et slikt krav om utsettelse overfor nemnden. Retten vil nedenfor i sine premisser komme tilbake til dette rettsspørsmål om rettslig klageinteresse etter forvaltningsloven § 28 første ledd. Tvistesaken for domstolen aktualiserer spørsmål

om byfogdembetet skal avvise saksøkerens krav av eget tiltak under henvisning til at saksøkeren ikke skulle ha rettslig interesse i forfølge et krav overfor retten om bruk av midlertidig forføyning, sml. tvisteloven § 1-3.

Denne sak om midlertidig forføyning dreier seg om Oslo byfogdembete nå skal ta til følge Polygons krav om at retten må beslutte utsatt iverksettelse av vedtaket som ble fattet av Børsklagenemnden 24. august 2015, inntil den underliggende tvist om dette vedtakets gyldighet er blitt prøvet og avgjort ved tingrettsdom.

Nærmere om aktørene i saken :

Evry har vært notert på Oslo Børs siden 1999. Selskapet er ikke notert på annen regulert markedsplass. Selskapet er et av Nordens større IT-konsern med hovedkontor i Bærum, har om lag 10.000 ansatte, og en årlig omsetning på ca. 13 milliarder kroner. Selskapet er resultat av en rekke fusjoner og oppkjøp, sist fusjonen i 2010 mellom Ergo Group AS som var heleid av Posten Norge og EDB ASA som var børsnotert med Telenor som morselskap.

Polygon har vært aksjonær i Evry siden november 2010, men kjøpet seg betydelig opp i selskapet høsten 2014. Polygon er minoritetsaksjonær i Evry og forvaltet ca. 4,4 % fra sommeren 2011/5. Polygon har deretter kjøpt seg noe opp i Evry, og innehar i dag ca. 4,5 % av aksjene i selskapet. Polygon forvalter alle aksjonærrettigheter for aksjene, og opererer under konsesjon og tilsyn av det britiske finanstilsyn ( The United Kingdom Financial Conduct Authority ).

Aksjonærforeningen er partshjelper for Polygon. Aksjonærforeningen er en landsomfattende interesseorganisasjon for personlige aksjonærer og andre med interesse for et spredt, privat eierskap. Foreningen har i underkant av ett tusen personlige medlemmer, og søker å ivareta medlemmenes interesser i verdipapirmarkedet ved blant annet å yte bistand og ivareta småaksjonærers interesser overfor børsnoterte selskaper og meglerapparat. Aksjonærforeningen mener saken reiser prinsipielle spørsmål om adgangen til å stryke et børsnotert selskap fra notering til vesentlig ulempe for et stort antall minoritetsaksjonærer.

En sentral investorgruppering, heretter omtalt som "Apax", har kjøpt seg kraftig opp i Evry og har generert en aksjesits på om lag 88 % av samtlige Evry-aksjer. Apax, som hovedaksjonær, er pådriveren for å ta Evry av børs ( i form av strykning/delisting ). Det er de facto Apax som har utvirket søknaden til Børsen om strykning av Evry-aksjene fra Børsen, og blitt hørt med dette ved Børsklagenemndens vedtak 24. august 2015.

Som nevnt avslo Oslo Børs søknaden om strykning men som ble omgjort av Børsklagenemnden. I denne tvistesak opptrer imidlertid Børsen rent organisatorisk som rett saksøkt, og taler Børsklagenemndens sak, jf. børsloven § 43 annet ledd.

Nærmere om det relevante saksforhold :

Høsten 2014 ble det kjent i aksjemarkedet at Evry foretok strategiske sonderinger som av aksjemarkedet ble tolket som om selskapet kunne bli kjøpt opp av større investorer. Denne spekulasjonen førte til at aksjen tok seg opp med flere kroners kursoppgang, og plasserte seg så i kurssegment rundt 15-18 kroner pr. aksje.

I børsmelding 8. desember 2014 ble aksjemarkedet så varslet om at investorgruppen Apax ville fremme et frivillig oppkjøpstilbud på samtlige aksjer i Evry. Tilbudet utgjorde kr. 16 per aksje og var i tråd med en transaksjonsavtale mellom Apax og styret i Evry. Denne avtalen begrenset styret i Evry sin rett til å søke etter andre oppkjøpstilbud.

Tilbudet var bl.a. betinget av aksept fra mer enn 90 prosent av aksjene. Aksjonærer som representerte 73,85 prosent av selskapets aksjer hadde på forhånd inngått særskilt avtale om å akseptere tilbudet det på visse betingelser (forhåndsaksept). Dette gjaldt blant annet Posten Norge AS og Telenor som til sammen eide 70,24 prosent og Folketrygdfondet som eide 3,15 prosent.

I børsmeldingen 8. desember 2015 heter det om strykning:

*Så snart som mulig etter oppkjøpet av aksjer som representerer 90 prosent eller mer av aksjene i EVRY, vil Tilbyder initiere tvangsinnløsning av resterende aksjer i EVRY. I forbindelse med dette, vil Tilbyder søke å stryke EVRYs aksjer fra Oslo Børs.*

Tilbudsprisen synes i en viss grad å ha skuffet markedet, idet foregående kursløft ble noe neddempet og liggende rundt det nivå på kr. 16 pr aksje som tilbudet forutsatte.

Skandinavisk Enskilda Banken AB ( "SEB" ) opptrådte som uavhengig rådgiver i verdsettelsen av Evry-aksjer og konkluderte med at tilbudet var å anse som :

*fair from a financial point of view. We base this on the fact that the Offer falls within the range of applied valuation methods and represents a significant liquidity event for all shareholders.*



I vurderingen heter det også :

*When applying the discounted cash flow method, giving full credit to the Company's long term growth potential and applying standard industry assumptions with regards to cost of capital, we arrive at a value per share that is substantially higher than the Offer in some scenarios. It should however be mentioned that the success and value of the Company's business plan will depend on whether it is successful in achieving a sustained increase in sales growth and profitability.*

Tilbudsperioden ble forlenget ytterligere fire ganger; siste gang til 25. februar 2015.

Apax, som hadde oppnådd en aksjesits på om lag 88 % av aksjene i Evry, meddelte deretter at betingelsen om erverv av 90 % av selskapsaksjene ble frafalt. Kjøpet var bindende for de som hadde akseptert.

Styret i Evry innkalte den 2. mars 2015 til to ekstraordinære generalforsamlinger, begge til avholdelse 23. mars 2015.

I den første ekstraordinære generalforsamlingen kl.10.00 ble aksjeeierne bedt om å fatte vedtak om valg av et nytt styre nominert av Apax. Innkallingen inneholdt ikke forslag til styremedlemmer eller noen innstilling fra valgkomiteen.

I den andre ekstraordinære generalforsamlingen kl. 12.00 ble aksjonærene bedt om å fatte vedtak om utbetaling av utbytte fra selskapet til aksjonærene, og godkjenne at selskapet søkte strykning fra Oslo Børs. Årsaken til oppdelingen i to generalforsamlinger var at generalforsamlingen etter aksjelovene ikke har anledning til å beslutte større utbytte enn styret har foreslått. Det sittende styret foreslo et utbytte på kr. 0,01 for å sette saken på dagsorden, mens styret som skulle velges samme morgen ville komme med et nytt forslag. Det fremkom at formålet med utbyttet var å nedbetale tilbyders gjeld under den nye finansieringen av konsernet.

Om selve strykningsforslaget het det i innkallingen:

*I forbindelse med at Tilbyderen erverver kvalifisert kontroll over Selskapet anser ikke Tilbyder Selskapet å være egnet til å være listet på Oslo Børs. Tilbyder har derfor bedt om at Styret foreslår for den ekstraordinære generalforsamlingen å vurdere et vedtak om å søke om strykning fra Oslo Børs.*

Polygon tilskrev straks etter innkallingen lederen av Evrys valgkomité, og ga uttrykk for at tilbudet ikke ga en tilfredsstillende pris på Evry. Polygon uttrykte bekymring i forhold til Evrys eierstyring og selskapsledelse med mer. Polygon opplyste også at de vil motsette

seg strykning fra Oslo Børs. Dette ble ytterligere fulgt opp gjennom epostutveksling. Polygon påpekte flere ganger betydningen av at styret også måtte bestå av noen som var uavhengig for å kunne ivareta hele aksjonærfellesskapets interesser, og ikke bare hovedaksjonæren.

I den første generalforsamlingen den 23. mars 2015 kl. 10 ble det valgt et helt nytt styre dominert av Apax, slik som foreslått av valgkomiteen. Det nyvalgte styret foreslo deretter, og før den neste generalforsamlingen kl. 12, at utbytte skulle utbetales med kr. 3,76 pr. aksje. Generalforsamlingen vedtok utbetalingen i tråd med det nye styrets forslag. Til sammen ble altså selskapet belastet med litt over 1 milliard kroner (kr. 1.005.195.456) i form av kontantutbetaling og overtagelse av gjeld. Generalforsamlingen traff også følgende vedtak:

*Selskapet skal søke om strykning fra notering av sine aksjer på Oslo Børs. Styret gis fullmakt til å utarbeide og sende strykningssøknaden til Oslo Børs.*

Forslaget om strykning mottok støtte fra 88,29 % av de fremmøtte, stemmeberettigede aksjene.

Polygon tilskrev Oslo Børs den 27. mars 2015 med anmodning om at selskapet ikke ble strøket fra børsnotering. Det ble blant annet vist til at det var så mye som 1200 minoritetsaksjonærer i selskapet og at strykning ville føre til vesentlig ulempe for disse.

I henhold til reglene om tilbudsplikt i verdipapirhandelloven § 6-1, fremmet Apax pliktig tilbud på samtlige aksjer med akseptfrist 28. april 2015. Tilbudet var på kr. 12,24 pr. aksje som tilsvarte kursen i det frivillige tilbudet på kr. 16 pr. aksje, men justert for det utbetalte utbyttet på kr. 3,76 pr. aksje.

Uavhengig uttalelse om tilbudet ble offentliggjort ved børsmelding 21. april 2015. SEB gjentok sin vurdering av den frivillige tilbudsprisen som «fair», og noterte også at ca. 88 % av aksjene var solgt før tilbudet. I tillegg la SEB til :

*Moreover, our analysis indicates that the Mandatory Offer does not give full credit to the Company's long-term growth prospects, however we acknowledge that there is significant risk associated with achieving the estimated growth and margin targets, and do not expect the market to appreciate the potential to its full extent at this point and under the prevailing market conditions.*

Også i det pliktige tilbudet ble tilbudsperioden ble forlenget, men kun med én uke til 5. mai. Tilbyder mottok aksepter for bare 0,18 prosent av selskapets aksjer. Dette utgjorde 1,43 % av aksjene som ikke allerede var eiet av Apax.

Polygon engasjerte så i april 2015 selskapet Computershare Denmark A/S til å gjøre en spørreundersøkelse blant samtlige aksjonærer i Evry hvorvidt disse var for eller mot fortsatt børsnotering av Evry. Computershare har 15 000 ansatte og er en internasjonal leverandør av investortjenester, fullmaktstjenester og generalforsamlingstjenester med virksomhet og er selv børsnotert i Australia siden 1994.

Undersøkelsen ble gjort i perioden 16. til 28. april 2015. Hver aksjonær registrert i aksjeeierregistreret i VPS ble tilskrevet med informasjon om Polygons syn på strykningsspørsmålet, og deretter med anmodning om et «yes» eller «no» på spørsmålet:

*Do you agree that EVRY should remain listed on the Oslo Børs?*

Svaret kunne sendes elektronisk eller per ferdigfrankert post.

Av 1181 aksjonærer svarte 208 på undersøkelsen. 200 svarte ja til fortsatt notering og 8 nei. Polygon sendte resultatet og dokumentasjon for undersøkelsen til Oslo Børs.

I epost kort tid etter ble børsen orientert om at tallet på svar i Computershareundersøkelsen var økt til 273, hvorav 258 støttet fortsatt børsnotering og 15 var mot.

Polygon tilskrev styret og valgkomiteen i Evry med referanse til tidligere henvendelser. I brevet ble det redegjort for minoritetsaksjonærenes motstand mot strykning slik dette fremkom gjennom Computershare-undersøkelsen. Polygon opprettholdt forgjeves innvendingen mot styresammensetningen. Valgkomiteen innstilte på gjenvalg av det styret som var valgt på den første ekstraordinære generalforsamlingen 23. mars 2015, og valget ble deretter.

Polygon tilskrev Oslo Børs den 26. mai 2015 med oppdatert informasjon fra Computershare om situasjonen etter at Apax' pliktige tilbud var gjennomført. Det fremkom at av de 650 som fortsatt var aksjonærer etter oppgjør av det pliktige tilbudet, var det fortsatt 205 som besvarte henvendelsen, og av disse ønsket 201 aksjonærer fortsatt notering. Det ble også opplyst at man hadde kontaktet aksjonærer som hadde akseptert tilbudet til tross for at tilbudskursen var lavere enn aktuell markedskurs, og at flere av disse opplyste at de hadde akseptert tilbudet på grunn av frykt for strykning, eller på grunn av misforståelse.

Oslo Børs avsto så den 15. juni 2015 søknaden om strykning av Evry som selskap på børsen. Evry underrettet markedet og opplyste å ville inngi klage til Børsklagenemnden.

Polygon på sin side tilskrev den 2. juli 2015 aksjonærene i selskapet med kopi til selskapets styre og Oslo Børs med oppdatering om strykningssaken og sin vurdering av styrets manglende uavhengighet.

I anledning Evrys inngitte klage 29. juni 2015, fant Børsen ikke grunn til å omgjøre sitt vedtak. Børsklagenemnda tok imidlertid klagen til følge og aksepterte at Evry kunne strykes fra Oslo Børs.

Polygon tilskrev straks børsen og opplyste at de ville vurdere vedtaket nøye, og ba om at børsen fastsatte iverksettelse av strykning såpass langt frem i tid at minoritetsaksjonærene fikk områdd seg. Oslo Børs meldte tilbake at strykning ville bli gjennomført med siste noteringsdag 28. oktober 2015.

Polygon påklaget for sin del Børsens beslutning om ikke å utsette strykningstidspunktet til Børsklagenemnden, men nemnden besluttet 2. oktober 2015 ikke å ta klagen fra Polygon til følge.

### **Saksøkeren Polygon, med støtte fra Aksjonærforeningen, har fremholdt :**

#### *1. Om saksøkerens adgang til å fremme kravet for domstolene :*

Polygon har rettslig interesse i å anlegge ugyldighetssøksmål mot Børsklagenemndens vedtak, jf. tvisteloven § 1-3.

Det kan ikke være tvilsomt at krav om ugyldighet er et rettskrav, samt at Polygon har et aktuelt behov for å få avgjort kravet, jf. tvisteloven § 1-3 første og annet ledd. Det kan imidlertid reises spørsmål ved om Polygon, som aksjonær i selskapet, har tilstrekkelig *tilknytning* til kravet, jf. tvisteloven § 1-3 annet ledd.

I *privatrettslige forhold* er det alminnelig antatt at en aksjonær i et aksjeselskap ikke har tilstrekkelig tilknytning til å anlegge søksmål om krav som gjelder selskapets rettigheter og plikter, jf. NOU 2001:32A Rett på sak. Dette er i tråd med det alminnelige utgangspunktet om at den som mener å ha et krav selv må gå til søksmål om dette, jf. bl.a. Ot.prp. nr. 51 (2004-2005) s. 365-366.

I *offentligrettslige forhold* er derimot spørsmålet om aktiv søksmålskompetanse mer sammensatt, og det er f.eks. på det rene at også personer som ikke er «part» i den underliggende forvaltningssaken vil kunne ha tilstrekkelig tilknytning til å opptre som saksøker, jf. NOU 2001:32A s. 187-188 og Ot.prp. nr. 51 (2004-2005) s. 365-366. Det følger av sistnevnte lovforarbeider på s. 365-366 :

*«Om tilknytningskravet er oppfylt, må bero på en konkret vurdering. I praksis kan det ofte være hensiktsmessig å se hen til om en står overfor et privatrettslig eller offentligrettslig forhold, selv om grensen her ikke alltid er klar ... I offentligrettslige forhold vil den myndighetsutøvelsen retter seg mot, selvsagt ha tilstrekkelig tilknytning ved søksmål om*

*rettmessigheten av den aktuelle myndighetsutøvelsen. Generelt vil saksøkeren ha tilstrekkelig tilknytning i sak om rettmessigheten av myndighetsutøvelse dersom saksøkeren er berørt i en slik grad at det framtrer som naturlig at vedkommende opptrer som saksøker og gjør gjeldende krav fundert på hensyn som ivaretas av den aktuelle forvaltningsbestemmelse, se utredningen del II kap 5.2 (s. 188). Også ellers hvor saksøkeren blir klart berørt av vedtaket, kan det foreligge en tilstrekkelig tilknytning. I dette ligger det en viss utvidelse av søksmålsadgangen sammenlignet med gjeldende rett, for eksempel sammenlignet med Rt-1982-908. Hvorvidt saksøkeren ville hatt rettslig klageinteresse etter forvaltningsloven § 28, vil også kunne vektlegges, se Rt. 1986-1164-1993-445.»*

Skoghøy, Tvisteløsning, 2. utgave, uttaler om søksmålsinteressen i offentligrettslige forhold på s. 435;

*«Som nevnt i pkt. 7.4.1 overfor, tar offentligrettslige regler sikte på å beskytte et videre spekter av interesser enn privatrettslige regler. De rettigheter og plikter som samfunnsmedlemmene eller sammenslutninger av samfunnsmedlemmer har overfor det offentlige, berører derfor ofte medborgere på en slik måte at ikke bare den som er berettiget eller forpliktet i forholdet, men i en viss utstrekning også medborgere eller organisasjoner som representerer disse, bør kunne gå til søksmål om forholdet. Dette gjelder særlig i tilfeller hvor det er tale om gyldigheten av begunstigede forvaltningsvedtak. Den som er tilgodesett ved vedtaket, har ikke noen grunn til å angripe dette, og av hensyn til domstolskontrollen med forvaltningen er det derfor nødvendig å tillate søksmål fra personer eller organisasjoner som ikke er materielt berettiget eller forpliktet, men som er berørt i en slik grad at det fremtrer som naturlig at de kan håndheve vedkommende forvaltningsbestemmelse ved søksmål for domstolene ...»*

*Vilkåret om at saksøkeren må være berørt av den myndighetsutøvelse det er tale om, må ikke oppfattes for strengt ... Det er tilstrekkelig at saksøkeren har en beskyttelsesverdig interesse i utfallet av saken ... For at det skal foreligge en beskyttelsesverdig interesse til å gå til søksmål, er det ikke tilstrekkelig at saksøkeren er berørt av myndighetsutøvelsen, og at den interesse som blir håndhevd ved søksmålet, er beskyttet av de regler som regulerer det materielle rettsforhold. Det må også fremstå som naturlig at han kan gjøre sin interesse gjeldende i form av søksmål ...»*

Det kan ikke være tvilsomt at hensynet til minoritetsaksjonærene i selskapet er et relevant og tungtveiende hensyn ved vurderingen av om selskapets søknad om frivillig strykning fra notering skal innvilges, jf. børsloven § 25 (1). Dette følger direkte av første ledd annet punktum om at strykning ikke kan skje dersom det er til «vesentlig ulempe for eierne av instrumentet», samt av langvarig og fast børspraksis. Hensynet til minoritetsaksjonærens interesser i fortsatt notering av aksjene er et *selvstendig* hensyn, ved siden av selskapets interesser. I tilfeller selskapet søker om strykning av selskapets aksjer fra notering etter

2/3 flertall i generalforsamlingen, vil det følgelig foreligge interessemotsetninger mellom selskapets ønske om strykning og minoritetsaksjonærenes interesser i fortsatt notering. Selskapet vil i slike tilfeller ikke ha noen plikt til å ivareta minoritetsaksjonærenes interesser, eller fremføre deres argumenter, mot strykning.

Polygon har på ovennevnte bakgrunn en beskyttelsesverdig interesse i å gå til søksmål om gyldigheten av strykningsvedtaket, og ugyldighetskravet er utvilsomt fundert på de hensyn som skal ivaretas av den aktuelle forvaltningsbestemmelse, dvs. børsloven § 25, jf. lovforarbeidene og juridisk teori som sitert over.

Spørsmålet som gjenstår er da om det fremstår som naturlig at Polygon kan gjøre sin interesse som minoritetsaksjonær i selskapet gjeldende i form av søksmål. Et sentralt moment i denne vurderingen er om det er andre som er nærmere til å gå til søksmål for å ivareta de samme interesser, jf. f.eks. Robberstad, Sivilprosess, 2. utgave, 2013, s. 97 og Woxholth, Forvaltningsloven med kommentarer, 5. utgave, 2011, s. 501 (vedrørende rettslig klageinteresse etter forvaltningsloven § 28). Det kan her også vises til Schei m.fl., kommentarutgave til tvisteloven, 2. utgave, 2013, på s. 35;

*«Normalt vil arbeidstakere eller deres organisasjon ikke kunne gå til sak om rettigheter og plikter for den bedrift de er ansatt i, jf. Rt. 2006 side 1533 og Rt. 2001 side 1505. Slik tilknytning vil de, spesielt deres organisasjon, imidlertid normalt ha ved offentligrettslige plikter som nettopp gjelder, eller har en sentral side til, arbeidstakerne eller arbeidsmiljøet.»*

Dette er et naturlig utgangspunkt også for vurderingen av om en aksjonær kan gå til søksmål om myndighetsutøvelse rettet direkte mot selskapet. En aksjonær må i så fall normalt anses å ha tilstrekkelig tilknytning til å gå til søksmål mot vedtak som gjelder, eller som har en sentral side til, aksjonærrettigheter eller interesser. Det kan ikke være tvilsomt at strykningsbestemmelsen i børsloven § 25 har en sentral side til aksjonærinteresser, idet bestemmelsen oppstiller som vilkår for strykning at det ikke kan ventes å føre til vesentlig ulempe for aksjonærene i selskapet.

Det er heller ingen andre som er nærmere til å gå til søksmål for å verne om minoritetsaksjonærenes interesser i fortsatt notering. Selskapet, som søker om frivillig strykning av aksjen fra notering, vil ikke ha noen grunn til å angripe et ugyldig vedtak som innvilger strykning. Av hensyn til domstolskontroll av vedtak som innvilger søknad om strykning, herunder vilkårene for strykning til vern om aksjonærene, er det følgelig nødvendig å tillate søksmål fra aksjonærer i selskapet. Vedtaket vil ellers være unndratt fra enhver domstolskontroll, og vil følgelig bli stående selv om det bygger på saksbehandlingsfeil, uriktig faktum, uriktig rettsanvendelse eller myndighetsmisbruk. Det vil således lett virke krenkende på den alminnelige rettsfølelse og tilliten til rettsordenen

om aksjonærene ikke skal anses å ha tilstrekkelig tilknytning til å gå til søksmål om gyldigheten av et strykningsvedtak, jf. børsloven § 25.

Polygon er i tillegg den klart største minoritetsaksjonæren i selskapet med en eierandel på 4,5 % av aksjene i selskapet. Polygon er dermed også den nærmeste av minoritetsaksjonærene til å angripe vedtaket.

Det følger av lovforarbeidene og juridisk teori at det er et relevant moment ved vurderingen av rettslig interesse om saksøker etter forvaltningspraksis ville ha hatt rettslig klageinteresse, jf. forvaltningsloven § 28. Det fremkommer f.eks. av lovens forarbeider i Ot.prp. nr. 51 (2004-2005) side 366:

*«Hvorvidt saksøkerne ville hatt rettslig klageinteresse etter forvaltningsloven § 28, vil også kunne vektlegges, se Rt. 1986-1164 og 1993-445.»*

Det samme er lagt til grunn i juridisk litteratur, se f.eks. Schei, kommentarutgave til tvisteloven, 2. utgave, 2013, s. 36:

*«Dersom den som går til søksmål, har hatt eller ville ha hatt rettslig interesse i forvaltningssaken, vil det være et vesentlig moment for at han også har tilstrekkelig interesse i å få prøvd gyldigheten av forvaltningsvedtaket gjennom søksmål, jf. Rt. 1986 side 1164 og Rt. 1980 side 1070...»*

Børsklagenemnden har i beslutningen av 2. oktober 2015, etter en svært grundig vurdering, kommet til at Polygon har rettslig klageinteresse i saken, jf. forvaltningsloven § 42.

Børsklagenemnden har i beslutningen satt til side tidligere børspraksis om at minoritetsaksjonærene ikke har rettslig klageinteresse i et vedtak som innvilger selskapets søknad om strykning, blant annet under henvisning til den rettsutvikling som har funnet sted etter tvisteloven trådte i kraft ( beslutningen s. 9). Den omstendighet at Polygon anses å ha rettslig klageinteresse i saken må anses som et vesentlig moment for at selskapet også har rettslig interesse i å få prøvd gyldigheten av vedtaket, jf. Schei m.fl. som sitert over. Børsklagenemndens begrunnelse er for øvrig også relevant for vurderingen av spørsmålet om rettslig interesse etter tvisteloven § 1-3, og vi viser derfor til nemndens vurdering i beslutningen på s. 8–11.

## 2. Børsklagenemndens vedtak 24. august 2015 må anses ugyldig.

Vedtaket er ugyldig ettersom det lider av faktumfeil og saksbehandlingsfeil. Forvaltningsloven kommer til anvendelse på nemndens virksomhet, jf. børsloven § 41 tredje ledd.

Børsloven § 25 oppstiller flere kumulative vilkår som må være til stede for å kunne stryke en aksje fra notering. For det første oppstiller bestemmelsen to alternative inngangsvilkår for strykning, nemlig at strykning bare kan skje «*hvis det ikke lenger tilfredsstillende det regulerte markedets vilkår eller regler eller særlige grunner for øvrig tilsier det*». Derneft oppstiller loven et minimumsvern for aksjonærene i selskapet ved at strykning ikke kan skje «*hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet*». Loven oppstiller i tillegg vilkår om strykning ikke kan skje «*hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for ... markedets oppgaver og funksjon*». Dersom de nevnte vilkår for strykning er til stede, «*kan*» børsen stryke aksjen fra notering. Hvorvidt børsen i et slikt tilfelle *bør* stryke aksjen fra notering beror naturlig nok på et bredt skjønn.

Det er et absolutt vilkår for å stryke aksjer fra notering på Oslo Børs at strykning ikke kan ventes å medføre "vesentlig ulempe for eierne av instrumentet", jf. børsloven § 25. Oslo Børs kom som kjent til at dette minstevilkåret for strykning – som skal verne minoritetsaksjonærene i selskapet – ikke var til stede, og at det følgelig ikke var hjemmel for å stryke selskapet fra notering jf. børsloven § 25.

Børsklagenemnden har, i motsetning til Oslo Børs, ikke foretatt noen fullgod vurdering av om strykning vil være til «vesentlig ulempe for eierne av instrumentet», jf. børsloven § 25. Det hefter en rekke feil ved nemndens konkrete skjønnsutøvelse, både faktisk og rettslig.

#### **A). Børsklagenemnden har uriktig lagt til grunn at småaksjonærene ikke har protestert mot strykningen**

Det følger av fast og langvarig børspraksis at minoritetsaksjonærenes syn på strykningsspørsmålet tillegges betydelig vekt ved vurderingen av om selskapets søknad om frivillig strykning skal innvilges.

Rent faktisk har nemnden uriktig lagt til grunn på side 21 at «*[d]et er en kjensgjerning at ingen av småaksjonærene protesterte mot strykning*». Børsklagenemnden ser dermed ut til å ha oversett at det fremkommer av en tredjepartsundersøkelse ( Computershareundersøkelsen ), sist oppdatert 26. mai 2015, at 205 av 605 småaksjonærer har besvart undersøkelsen, og at 201 aksjonærer er mot strykning. Protestene som fremkom gjennom tredjepartsundersøkelsen er overhodet ikke berørt i nemndens vurdering (vedtaket pkt. 9, s. 16 flg.). Nemnden har heller ikke begrunnet hvorfor det eventuelt ikke er relevant å se hen til tredjepartsundersøkelsen. Faktumfeilen kan åpenbart ha virket inn på vedtakets innhold, og det vises her også til nemndens uttalelse avslutningsvis på s. 21 om «*[h]vilken betydning det ville ha hatt om det hadde vært betydelige protester, har Børsklagenemnden ikke foranledning til å gå inn på her*».

Polygon vil i forlengelsen av dette også knytte noen kommentarer til Oslo Børs' vedtak om betydningen av tredjepartsundersøkelsen gjennomført av Computershare, samt Evrys



anførsler om betydningen av undersøkelsen, som begge er gjengitt i Børsklagenemndens vedtak, hhv. pkt. 5 «Børsens vedtak» og pkt. 6 «Klagers anførsler».

Oslo Børs for sin del har i vedtaket av 15. juni 2015, hvor søknaden om strykning av selskapets aksjer ble avslått, uttalt om betydningen av tredjepartsundersøkelsen gjennomført av Computershare :

*«Den aktivitet som er gjennomført via Computershare i etterkant av generalforsamlingen kan vanskelig tillegges særlig vekt, da aksjonærene som ønsker å uttrykke sin støtte eller motstand om spørsmålet om strykning må forventes å gjøre dette gjennom selskapets generalforsamling.»*

Oslo Børs synes således å tillegge undersøkelsen *noe* – men *begrenset* – vekt, under henvisning til at aksjonærene som ønsker å uttrykke sin støtte eller motstand om spørsmålet om strykning må forventes å gjøre dette gjennom selskapets generalforsamling. Etter Polygons syn kan børsloven § 25 ikke forstås slik at protester fra aksjonærene i etterkant av generalforsamlingsvedtak skal tillegges mindre vekt enn protester på generalforsamlingen. Vilkårene for strykning, herunder vilkåret om at strykning ikke kan skje hvis det er til «vesentlig ulempe for eierne av instrumentet», må være til stede på *vedtakstidspunktet* og ikke tidspunktet for generalforsamlingen.

Dette må i særlig grad gjelde dersom det ikke ble gitt god informasjon om betydningen av aksjonærenes oppmøte og stemmegivning i innkallingen til generalforsamlingen. Det vises til at også Oslo Børs i sitt vedtak har pekt på at verken i innkallingen til generalforsamlingen, eller i hovedaksjonærens tilbudsdokument, ble det gitt noen nærmere begrunnelse eller redegjørelse for konsekvensene av en eventuell strykning.

Det fremkommer av innkallingen pkt. 5 om strykning av selskapets aksjer fra notering;

*«I forbindelse med at Tilbyderen erverver kvalifisert kontroll over Selskapet anser ikke Tilbyder Selskapet å være egnet til å være listet på Oslo Børs. Tilbyder har derfor bedt om at Styret foreslår for den ekstraordinære generalforsamlingen å vurdere et vedtak om å søke om strykning fra Oslo Børs.»*

I tilbudsdokumentet for det frivillige tilbudet fremgikk videre følgende om strykning;

*«The Offeror intends to apply for a delisting of the EVERY Shares from Oslo Børs following completion of the Offer.»*

*A proposal to delist the EVERY Shares requires the approval of a majority of at least 2/3 at the general meeting of the Company. Oslo Børs may reject an application to delist the EVERY Shares, or it may decide on its own initiative to have the EVERY Share delisted.»*

Det ble følgelig heller ikke gitt noen informasjon om at aksjonærenes motstand mot strykning av selskapets aksjer på generalforsamling, utover at frivillig strykning krever 2/3 flertall på generalforsamlingen, kunne ha betydning for adgangen til å stryke aksjen fra notering.

I innkallingen til generalforsamlingen fremgikk det for øvrig at Apax på tidspunktet for den ekstraordinære generalforsamlingen ville være majoritetseier i selskapet med 88 % av aksjene. Det er naturlig å anta at en småaksjonær ut fra dette vil slutte at det ikke har noen betydning å møte opp på ekstraordinær generalforsamling for å stemme mot strykningsforslag. Det kan på denne bakgrunn ikke forventes at småaksjonærene skulle møte på generalforsamling for å uttrykke sin motstand mot strykning, slik Oslo Børs uttaler i sitt vedtak ovenfor. Minoritetsaksjonærene i Evry hadde med andre ord intet incitament til å møte opp for å stemme mot strykning. De visste at Apax, som kontrollerte mer enn 2/3 av stemmene, uansett ville få vedtatt sitt forslag om strykning.

Evry har i klagen i tillegg anført at tredjepartsundersøkelsen fra Computershare ikke er *«etterprøvbare for hverken selskapet eller børsen»*.

Det er uklart hva som menes med at undersøkelsen ikke er *«etterprøvbar»*, og uttalelsen synes å bero på en misforståelse av hvordan undersøkelsen er gjennomført. Det vises til redegjørelsen fra Computershare om hvordan undersøkelsen er gjennomført i bilag 34, hvor det bl.a. fremkommer at hver aksjonær har fått tildelt et unikt brukernummer. Computershare er verdens største leverandør av elektroniske møte- og avstemmings-systemer for bl.a. elektronisk gjennomføring av generalforsamling i aksjeselskaper. Det finnes neppe en mer profesjonell eller betryggende måte å gjennomføre målinger av aksjonærenes syn på strykning.

Børsklagenemnden har under enhver omstendighet ikke sørget for at saken på dette punkt var tilstrekkelig opplyst før vedtak ble truffet, jf. forvaltningsloven § 17 jf. børsloven sammenholdt med § 41 tredje ledd.

Det vises til at Børsklagenemnden enkelt kunne ha sendt saken tilbake til selskapet, og bedt selskapet sende inn ny søknad om strykning etter å ha avholdt ny generalforsamling med forutgående klar informasjon i innkallingen om at avgitte stemmer mot strykning ville tillegges vekt av Oslo Børs ved en ny strykningsvurdering. En eventuell tvil omkring *«etterprøvbarheten»* av Computershare-undersøkelsen kunne slik enkelt ha vært unngått.

**B). Børsklagenemnden har uriktig lagt til grunn at synet på strykning var delt blant de institusjonelle aksjonærene, og at strykning er mindre negativt for institusjonelle investorer**

Børsklagenemnden har i sin vurdering uttalt følgende om de institusjonelle minoritetsaksjonærenes syn på strykning av aksjene fra notering;

*«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.*

*De to selskapene som møtte og stemte mot strykning på generalforsamlingen eier samlet 4,42 % av aksjene, de øvrige institusjonelle minoritetsaksjonærene en noe større andel. Det må kunne forventes at institusjonelle aksjonærer møter og stemmer dersom de er motstandere av strykning. Børsklagenemnden må således legge til grunn at synet på strykning var delt blant de institusjonelle aksjonærene. Det er da vanskelig å se at hensynet til dem bør ha særlig vekt i saken.»*

Børsklagenemnden har her uriktig lagt til grunn at det må legges til grunn at de institusjonelle aksjonærene som ikke møtte på generalforsamlingen var *for* strykning, slik at synet på strykning var delt blant disse aksjonærene. Av de institusjonelle investorene som er nevnt i vedtaket og som representerte ca. 5,38 % av aksjene, var samtlige banker. Banker eier sjelden aksjer på egne vegne med mindre det er som motpost til finansielle forpliktelser slik at bankens markedsrisiko blir nøytral, såkalt hedging. Det må således antas at disse bankene ikke hadde noen interesse i utfallet av avstemmingen, ettersom de ikke hadde noen interesse i aksjekursen. Dessuten må det antas at de ville bli nektet stemmerett på generalforsamlingen ut fra det ulovfestede aksjerettslige prinsippet om at registrerte aksjonærer som ikke har den finansielle interessen i aksjen ikke har stemmerett, se Rt. 1966 side 1120 (Polaris), og Arnkværn, Berge og Haugstad i Tidsskrift for forretningsjus 2002:2.

Videre er Børsklagenemndens uttalelse om at interessen til de institusjonelle investorene har mindre vekt enn småaksjonærenes for generell og ikke forankret i de faktiske forhold. Mange institusjonelle investorer har ikke anledning til å eie unoterte aksjer som følge av lovgivning eller mandater. Dette gjelder for eksempel svært mange aksjefond. Den eneste muligheten for disse er altså da å selge.

### C). Børsklagenemnden har ikke utøvd et tilstrekkelig bredt skjønn

Børsklagenemnden uttaler om det sentrale i skjønnsutøvelsen på side 20;

*«Det som man etter dette står igjen med som det sentrale ved interesseavveiningen, er selskapets interesse i å bli strøket mot interessene til småaksjonærene.»*

Børsklagenemnden uttaler i forlengelsen av dette om selskapets interesse i strykning;

*«Selskapet har etter oppkjøpet en stor hovedaksjonær, 88 % eierandel, som ønsker selskapets aksjer strøket fra notering – en interesse som må hensyntas.»*

I den ene vektskålen ligger med andre ord selskapets – representert ved flertallet – ønske om å bli strøket fra notering. Det fremkommer imidlertid ingenting om *begrunnelsen* bak, og i forlengelsen av dette *tyngden* i, selskapets ønske om å bli strøket fra notering. Begrunnelsen i vedtaket gjør det m.a.o. ikke mulig for Polygon, domstolene eller andre å se om nemnden har foretatt en forsvarlig avveining av de motstridende interesser, idet nemnden ikke har uttalt noe om hvilke reelle interesser som ligger i den ene vektskålen.

Børsklagenemndens vurdering av det som ligger i den andre vektskålen, småaksjonærenes ulemper ved strykning av aksjonærene, er også svært mangelfull. Nemnden peker her kun på likviditetshensynet (vedtaket s. 20). Nemndens vurdering fremstår også på dette punkt som mangelfull, og vi viser til nemndens uttalelse om at «... *vekten av dette begrenses noe av at omsetningen er særdeles liten i forhold til selskapets størrelse og verdi*». For det første må det bemerkes at likviditeten alltid har vært begrenset i Evry-aksjen som følge av den konsentrerte eierstrukturen av over 70 prosent av aksjene. For det andre er det ved vurderingen av minoritetsaksjonærenes behov for likviditet i aksjen lite relevant, og i alle fall for snevert, kun å se hen til *selskapets* totale størrelse og verdi. Dette vil i så fall føre til at store selskaper, som ofte har flere minoritetsaksjonærer og høyere markedsverdi, lettere vil få innvilget søknad om strykning enn mindre selskaper. Minoritetsaksjonærenes behov for likviditet i aksjen må istedenfor, eller i det minste i tillegg, vurderes opp mot størrelsen på minoritetsaksjonærenes aksjepost og selskapets plassering på børsens omsetningsliste.

Børsklagenemnda har vektlagt at «*minoritetsaksjonærene er gitt mulighet til å tre ut av selskapet*» ved det frivillige og pliktige tilbudet, og at de da ikke kunne basere seg på at børsen ville nekte strykning. Børsklagenemnden har imidlertid ikke tatt hensyn til at denne muligheten ikke har særlig betydning hvis prisen ikke ses som attraktiv. Børsklagenemnden burde tatt hensyn til at strykningsvedtaket og trusselen om dette medførte et sterkt press på å selge til tross for at prisen var dårlig. Polygon mener selskapet, basert på den forretningsplan som ble presentert på kapitalmarkedsdagen forut for tilbudet fra Apax, bør verdsettes til kr 24 pr aksje, og at Apax kan påregne å få en årlig avkastning over 30 % av sin investering, jf. nærmere beskrivelse i Polygons brev 5. mars. Den svake

oppslutningen blant aksjonærene om tilbudene indikerer også at det var flere som ikke så tilbudet som attraktivt. Det vises til at utover forhåndsakseptene på 73,39 % av aksjene ble det frivillige tilbudet bare akseptert av aksjer som tilsvarte 14,44 %, altså ca. halvparten av den gjenstående frie flyten. Det pliktige tilbudet ble akseptert for aksjer som utgjorde 0,18 % av selskapets aksjer, og så lite som 1,43 % av de aksjene som ikke allerede var eiet av Apax. Aksjonærene som forhåndsaksepterte tilbudet er ikke like relevante i denne sammenheng. Posten og Telenor må antas å ha grunnleggende strategiske rasjonale for å selge seg ut, og kunne gjennom styrerepresentasjon og forhandlinger om forhåndsaksept definere sin egen smerteterskel. For Folketrygdfondet er situasjonen at dette ikke har anledning til å eie unoterte aksjer.

Dersom selskapet strykes, vil presset på de gjenstående 650 aksjonærene til å selge til Apax øke formidabelt ved at posisjonen som eier av unoterte aksjer i et selskap med en dominerende eier er svært risikofylt og vanskelig. Det vises til at den svenske Aktiemarknadsnämnden i flere saker har ansett strykning av selskapet for å utgjøre et utilbørlig salgspress i en selskapsovertagelse og i strid med «*god sed på aktiemarknaden*», se for eksempel Aktiemarknadsnämndens uttalelse 2014:33. Strykning vil dermed for mange aksjonærer i praksis ha samme konsekvens som en tvungen utløsning; de er tvunget til å selge. Forskjellene er at tvungen innløsning kan gjøres først når man er 90 % eier, og kursen kan bli fastsatt i et rettslig skjønn som ved ekspropriasjon. At Børsklagenemnda sterkt har vektlagt «exit-muligheten» uten samtidig å hensynta disse forholdene gjør at skjønnet blir skjævt og må anses å utgjøre en skjønnsfeil.

Dersom trusselen om strykning falt bort, ville interessen for Evry-aksjen øke, hvilket i sin tur ville øke omsetning og antallet aksjonærer.

Børsklagenemndens resonnement om at aksjonærene som ikke har akseptert Apax' tilbud, selv har tatt risikoen for strykning og økonomisk tap, fremstår som et sirkelresonnement og treffer ikke godt. Det var tvert i mot Apax som, ved med åpne øyne *kjøpte seg inn i et børsnotert selskap*, tok en betydelig risiko for at det børsnoterte selskapet ville forbli børsnotert dersom de ikke oppnådde en eierpost på minst 90 %, jf. børsloven § 25. Apax' tilbud var opprinnelig betinget av at aksjonærer som eide 90 % av aksjene aksepterte tilbudet slik at strykning kunne gjøres i forbindelse med tvungen innløsning av minoriteten, se bilag 4. Apax frafalt senere betingelsen, da oppslutningen blant aksjonærene ikke var tilstrekkelig, og tok dermed en kalkulert risiko for at strykning fra børsnotering ikke kunne gjennomføres i henhold til vilkårene i børsloven § 25. At nemnden har tatt hensyn til den ene parts aksept av risiko for et mulig resultat, men ikke den annen parts aksept av risiko for motsatt resultat, er en innsnevring av skjønnet som det er vanskelig å se grunnlaget for. Børsklagenemnden har for øvrig ikke sett hen til de betydelige ulemper en strykning av aksjene fra notering ellers medfører for minoritetsaksjonærene, som:

- Handelsplattform med løpende informasjon om ordre og omsetning
- Kvartalsrapportering i IFRS
- Løpende informasjonsplikt
- Rapportering av nærstående transaksjoner
- Børsens markedsovervåking og Finanstilsynets kontroll av finansielle rapportering
- Innsidehandelsregler
- Tilbudspunkt og frivillig tilbudsregulering

Se nærmere beskrivelse nedenfor i punkt 5 om sikringsgrunn.

Polygon vil på denne bakgrunn anføre at nemnden ikke har utøvd et tilstrekkelig forsvarlig og bredt skjønn ved vurderingen, og at vedtaket således også lider av skjønns mangler. Skjønns manglene kan åpenbart ha virket inn på vedtakets innhold, jf. prinsippet i forvaltningsloven § 41.

**D). Feilene kan ha virket inn på vedtakets innhold – isolert og samlet – og vedtaket er derved ugyldig, jf. forvaltningsloven § 41.**

Polygon vil avslutningsvis peke på at det skal lite til av feil for å sette vedtaket til side som ugyldig, jf. prinsippet i forvaltningsloven § 41.

Det pekes særlig på at spørsmålet om innvilgelse eller avslag på Evrys søknad om strykning må anses som et grensetilfelle, og det vises til Oslo Børs vedtak om *avslag* på strykningssøknaden og Oslo Børs' oversendelse av klagen til Børsklagenemnden i brev 27. juli 2015, gjengitt i bilag 1 (Børsklagenemndens vedtak). Det kan videre vises til at det gjelder en streng praksis for å få innvilget søknad om strykning dersom selskapet ikke har en hovedaksjonær som eier mer enn 90 % av aksjene. Se her f.eks. Bergo, Børs- og verdipapirrett, 2014, s. 142-143;

*«Etter Oslo Børs' Løpende Forpliktelser punkt 15 kan et selskap etter beslutning av generalforsamlingen (med krav til flertall som for vedtektsendring) også selv søke Oslo Børs om strykning. 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 mer enn 90 % for å kunne utløse de resterende aksjonærer og ta selskapet av børs). Det er en viss mulighet for unntak i tilfeller der en aksjonær har fremmet kjøpstilbud, men ikke oppnådd fullt eierskap. Børsen har i praksis godtatt strykning der eierskapet var 85 %, men da antallet minoritetsaksjonærer var 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...»*

Oslo Børs har i vår sak fattet vedtak i tråd med den praksis som her beskrives. Det vises til at Polygon har et betydelig antall minoritetsaksjonærer i selskapet (mer enn 650), at likviditeten i aksjen ikke har «tørket inn», samt minoritetsaksjonærenes behov for den beskyttelse som ligger i informasjonspliktene etter børs- og verdipapirlovgivningen. Det fremstår også på denne bakgrunn som nokså opplagt at spørsmålet om strykning i denne saken må anses som et grensetilfelle.

### 3. Sikringsgrunn er sannsynliggjort.

Det kan ikke være tvilsomt at det foreligger sikringsgrunn, jf. tvisteloven § 34-1 første ledd bokstav b).

Det vises til at aksjene i Evry ASA vil bli strøket fra notering på Oslo Børs 28. oktober 2015. Dersom strykningen gjennomføres vil det ikke være praktisk mulig å gjenopprette børsnoteringen uten at selskapet selv sørger for å søke ny notering eller i det minste oppdatere markedet med selskapsinformasjon. I børspraksis er det lagt til grunn at et selskap som er strøket fra notering ikke kan kreve videreføring av noteringen selv om strykingsgrunnen blir borte, men må søke ny notering og utarbeide introduksjonsprospekt, se børsklagenemndens sak 3/1990 (Arendal Fossekompani). Se også Per Christiansen, Offentlig kursnotering av aksjer: Suspensjon og strykning, Lov og Rett 1989 side 148 pkt 3.24. Ny notering vil kreve en medvirkning fra selskapet som det ikke synes å være rettslig grunnlag for dersom strykningen først er gjennomført. Riktignok har Oslo Børs antatt i forbindelse med en begjæring om utsatt iverksettelse i en tidligere strykningssak at selskapet vil kunne tas opp til notering igjen uten store kostnader eller byrder dersom et strykingsvedtak skulle bli omgjort og strykning nektet, referert i børsklagenemndens sak 15.12.2009 (Norman ASA) inntatt i Oslo Børs' vedtak og uttalelser 2009 side 39. Uttalelsen synes imidlertid myntet på den konkrete situasjon der strykningen ville vare noen få uker inntil klagesaken var avgjort. Det må altså legges til grunn at etter at strykning er gjennomført vil Evry-aksjen *ikke* kunne tas opp til notering igjen om strykingsvedtaket blir kjent ugyldig.

Og uansett vil en strykning i perioden frem til rettslig avklaring gjøre stor skade for minoritetsaksjonærene. Minoritetsinteressene vil være spesielt sårbare nettopp i den første perioden etter et kontrollskifte. Den kontrollerende hovedaksjonæren vil typisk være særlig opptatt av å realisere synergier og har et incitament til å presse de gjenværende aksjonærene til å selge sine aksjer.

Det er en rekke umiddelbare skader og ulemper for Polygon og øvrige minoritetsaksjonærer om selskapets aksjer ikke lenger er børsnotert.

For det første har børsnoteringen som kvalitetsstempel i seg selv betydning. En rekke investorer, private så vel som verdipapirfond og andre institusjonelle, har ikke anledning til å eie unoterte aksjer. Dette vil redusere etterspørselen for aksjen og derved aksjekursen.

Strykning vil også gjøre at aksjonærene ikke lenger kan handles i handelssystemet på Oslo Børs, hvilket innebærer at omsetningsmuligheten reduseres drastisk fordi det ikke er offentlig tilgjengelige kjøps- og salgskurser. Selskapet har heller ikke lagt opp til notering på annen regulert markedsplass. For en unotert aksje vil det heller ikke være offentlig tilgjengelige omsetningskurser. I praksis blir det vanskelig å fastsette en markedskurs og derved vanskelig for minoritetsaksjonærene å selge aksjer uten å måtte gi betydelige rabatter. Riktignok vil omsetningen og prisdannelsen på børsen være svakere med en dominerende hovedeier som eier 88 % enn før oppkjøpet. Men selskapet hadde heller ikke før oppkjøpet noen stor andel med fri flyt med to hovedeiere (Posten og Telenor) som til sammen eide over 70 %. Det er også etter oppkjøpet kjøps- og salgskurser og en ikke ubetydelig handel i selskapets aksjer. Det er flere aksjer på Oslo Børs med langt lavere omsetning enn EVERY siste måned.

Aksje- og regnskapslovgivningen inneholder også regler om informasjon til aksjonærene og allmennheten, og visse minoritetsrettigheter for aksjonærene som vil gjelde selv om selskapet strykes. Disse rettighetene er imidlertid svært begrenset i forhold til den beskyttelse disse får om selskapet er børsnotert.

Som unotert selskap vil Evry ikke lenger ha plikt til å offentliggjøre opplysninger om selskapets virksomhet og regnskaper som følger av børsregelverket, jf. verdipapirhandelloven kap 5 del I om løpende informasjonsplikt og del II om periodisk informasjon supplert med Oslo Børs løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper. For et unotert selskap er plikten etter allmennaksjeloven begrenset til årsrapport og informasjon på generalforsamlinger. Dessuten bortfaller det løpende innsynet i ledelsens handel med selskapets aksjer, jf verdipapirhandelloven § 4-2 og i endringer i større eierposter etter verdipapirhandelloven § 4-3. Mangelen på innsyn i selskapet og aksjehandelen vil i seg selv utgjøre en betydelig ulempe for Polygon og øvrige minoritetsaksjonærer.

I tillegg bortfaller den generelle minoritetsbeskyttelsen som følger med en børsnotering, så som børsens tilsyn med noterte selskapers forpliktelser og markedsovervåking etter børsforskriften kap 4 og verdipapirforskriften § 13-1 samt Finanstilsynets tilsyn med regnskapsrapporteringen etter verdipapirhandelloven § 15-1 (3).

Også de spesifikke regler og kontroller med likebehandling av aksjonærer som børsnotert blir borte. Det vises til at verdipapirhandelloven § 5-14 inneholder en særskilt plikt for børsnoterte selskap til å likebehandle aksjonærer, som gjelder i tillegg til de aksjerettslige forbud mot usaklig forskjellsbehandling, og som børsen fører tilsyn med, jf Oslo Børs sirkulære 2/2014. Børsnoterte selskap skal også offentliggjøre børsmelding når det gjør



ikke uvesentlige transaksjoner med andre aksjonærer, ledende ansatte eller andre selskaper i samme konsern, jf Oslo Børs løpende forpliktelser punkt 3.3.

Børsnoterte selskaper skal også forholde seg til Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse, og årlig rapportere hvordan de forholder seg til anbefalingen, se regnskapsloven § 3-3b og Oslo Børs løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper pkt. 7.

Reglene om tilbudsplikt og frivillig tilbud i verdipapirhandelloven kap 6 sørger også for likebehandling av aksjonærer ved oppkjøpstilbud. Dersom Apax videreselger sine EVRY-aksjer, vil minoritetsaksjonærene gjennom tilbudsplikten ha en medsalgsrett til samme kurs. Denne beskyttelsen bortfaller hvis selskapet ikke lenger er børsnotert.

Minoritetsaksjonærenes behov for innsyn og minoritetsbeskyttelse blir særlig viktig hvor selskapet fullt ut kontrolleres av hovedaksjonæren, og alle styremedlemmene er utpekt av denne. Hovedaksjonæren Apax vil gjennom styreposisjon og de særskilte konsernregler i motsetning til øvrige aksjonærer ha tilgang til løpende selskap- og regnskapsinformasjon, jf allmennaksjeloven § 6-16. Apax vil med dette informasjonsgrunnlaget da også kunne kjøpe aksjer fra minoritetsaksjonærer som ikke lenger vil ha tilgang til informasjon. Heller ikke innsideregulene vil beskytte selgerne ved slike salg fordi også disse reglene er knyttet til at aksjene er notert på regulert marked, jf verdipapirhandelloven §§ 3-3 jf 3-1.

Apax har gjennomført et oppkjøp uten særlig hensyn til minoritetsaksjonærenes interesser. Før gjennomføring av pliktig tilbud ble det tatt ut et betydelig utbytte, og sørget for valg av et styre som ikke tilfredsstilte kravene til representasjon uavhengig av hovedaksjonær i strid med børsens opptaksregler og Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse. Dessuten ble det fremmet forslag om å søke strykning før Apax var blitt aksjonær i selskapet, og beslutningene tatt før pliktig tilbud var gjennomført.

Minoritetsaksjonærenes innspill rundt styrevalg og generalforsamlinger er ikke hensyntatt. Det vises til Polygons mange brev til Evry og presseomtale:

Finansavisen 21. mars 2015 «*Minoritetsaksjonær raser mot Apax*»

Finansavisen 30. april 2015 «*Sliter med 1.1.00 småaksjonærer*»

Dagens Næringsliv 13. mars 2015 «*Vil ha nytt styre og 850 mill.*»

Polygon kan ut fra disse erfaringene ikke forvente at Apax tar særskilt hensyn til minoritetsaksjonærene. Tvert i mot utgjør Apax' ønske om å bli eier av hele selskapet, et incitament til å gjøre livet som minoritetsaksjonær ubehagelig.

Det er anerkjent i finansteori at ved selskapsverdsettelse er det en betydelig rabatt ved omsetning av aksjer i ikke-børsnoterte selskaper i forhold til noterte. Dette er ofte omtalt som en likviditetsrabatt, men rabatten skyldes også andre forhold enn at unoterte aksjer er

lite likvide. I følge professor Knut Boye vil denne være i størrelsesorden 20 % men må justeres for en rekke faktorer.

Markedsverdien av Polygons aksjer basert på tilbudsprisen i det pliktige tilbudet i mai er ca. kr 143.978.081. Dersom man antydningmessig legger til grunn et kursfall lik rabatten for unoterte aksjer, er Polygons tap ved strykningen kr 28.795.616. Samlet for alle minoritetsaksjonærene i selskapet vil tapet være på ca. 78 millioner kroner basert på tilbudsprisen.

Det er vanskelig å se for seg at Polygon dersom strykningsvedtaket kjennes ugyldig, i praksis vil kunne få erstattet sitt tap fra Oslo Børs som etter børsloven § 43 er rett saksøkt hva gjelder børsens vedtak. Ettersom børsklagenemnden er en statlig nemnd oppnevnt av Finansdepartementet, kan man trolig bringe inn staten ved særskilt søksmål eller på annen måte. Men også et slikt erstatningssøksmål vil være avhengig av at det foreligger et ansvarsgrunnlag. Det vises blant annet til Rt. 2010 s 291 (Vangen Eiendom) der en kommune ble frifunnet for erstatningskrav selv om det hadde truffet et vedtak som ble ansett ugyldig fordi kommunen ikke hadde opptrådt uaktsomt. I dommen heter at det *«ut fra den rettspraksis som foreligger, må legges til grunn at det ikke gjelder noen generell regel om objektivt ansvar for ulovhjemlet myndighetsutøvelse»*. Selv om Polygon gjennom en retts sak får medhold i at strykningsvedtaket er beheftet med slike mangler at det er ugyldig, er det altså høyst usikkert om Polygon i sin tur vil få domstolenes medhold i at nemnden har opptrådt uaktsomt. Man kan altså ikke uten videre legge til grunn at Polygons tap som følge av en ugyldig strykning kan erstattes. Er strykning først gjennomført, er det stor risiko for at skaden ikke lar seg reparere.

Det er således lite tvilsomt at strykning vil utgjøre en betydelig skade og ulempe for Polygon og øvrige minoritetsaksjonærer.

Ved vurdering av sikringsgrunn skal det også gjøres en interesseavveining av om den skaden eller ulempen som saksøkte blir påført står i åpenbart misforhold til den interesse saksøkeren har i at forføyningen blir besluttet, jf § 34-1 (2).

Det synes ikke å være noen ulemper for saksøkte, Oslo Børs om strykningen skulle bli utsatt i påvente av Oslo tingretts dom i ugyldighetssøksmålet. Det vises til at Oslo Børs selv mente at vilkårene for strykning etter børsloven § 25 ikke er oppfylt.

For Evry vil en fortsatt børsnotering innebære direkte og indirekte kostnader. Den vesentligste direkte kostnaden er kursnoteringsavgift til Oslo Børs på ca. kr. 350.000 pr. år. Dessuten innebærer de løpende forpliktelser til løpende og periodisk rapportering noe merarbeid, men ikke vesentlig all den tid selskapet ventelig uansett vil rapportere regnskapstall internt i konsernet minst like frekvent som kvartalsvis, og selskapet fortsatt vil ha et betydelig antall aksjonærer. Polygon er naturligvis klar over at børsnotering

uansett fordrer noe mer personalressurser knyttet til den offentlige rolle selskapet har, og har anslått de samlede interne kostnadene til ca. kr. 500.000-800.000 pr år, hvilket gir en samlet kostnad på anslagsvis 1 mill pr år. Veiet opp mot Polygons irreversible tap på anslagsvis 30 mill. kroner og minoritetsaksjonærenes på ca. 78 mill. kroner ved strykning er dette en forholdsmessig liten ulempe.

Polygon er også innstilt på i avtale med Evry eller som vilkår for forføyning å stille sikkerhet for et beløp tilsvarende de samlede kostnadene frem til Oslo tingretts i ugyldighetssøksmålet, til utbetaling til Evry dersom domstolene skulle stadfeste strykningen.

Børsklagenemnden vurderte i sin beslutning av 2. oktober 2015 grunnlaget for utsatt iverksettelse frem til det foreligger en rettskraftig dom, hvilket kan ta to til tre år. Børsklagenemnden har således ikke vurdert det spørsmål som herværende begjæring gjelder, nemlig utsettelse til dom i første instans.

Polygon forstår at Apax som hovedaksjonær ser det som en ulempe om aksjen fortsatt er børsnotert. Den åpenhet som kreves av et børsnotert selskap kan gjøre Apax styring av selskapet noe mer omstendelig enn en integrering som et fullt ut kontrollert datterselskap. Apax har ikke nærmere beskrevet hvilke planer de har for selskapet i tilbudsokumentene eller i forbindelse med generalforsamlingen. Det er derfor vanskelig å konkret vurdere hvilke ulemper børsnoteringen skulle ha. Evry har i brev 25. september til Oslo Børs i mer generelle termer angitt hva selskapet anser som selskapets interesser med strykningen. Det heter at *«børsnotering kompliserer både daglig selskapsdrift og gjennomføring av endringer i selskapet»* med referanse til regnskaps- og rapporteringsregler. Etter Polygons syn er dette regler som naturlig beskytter minoritetsaksjonærens interesser enten selskapet er notert eller ikke. Det er uansett vanskelig å se at dette er ekstra byrder som står i åpenbart misforhold til Polygon og de øvrige minoritetsaksjonærenes interesse i at strykningen utsettes til gyldigheten av vedtaket er avklart.

#### 4. Aksjonærforeningens partshjelp.

Aksjonærforeningen avstod fra eget innlegg, men viste til sitt tidligere inngitte støtteskriv 12. oktober 2015 som ble opplest i sin helhet i retten. Brevet fremhever hvilke betydelige ulemper det representerer for småaksjonærer ved strykninger, og at børsloven § 25 nettopp er satt for vern om disse interesser. Det trekkes videre den konklusjon at Børsklagenemnden ikke har bedømt de konkrete ulempene på tilstrekkelig uttømmende vis, og at Nemnden fattet et ugyldig vedtak.

## 5. Sikkerhetsstillelse

Polygon er innstilt på å stille sikkerhet overfor Evry som angitt ovenfor i punkt 5 fastsatt etter rettens skjønn, og antar at det ligger innenfor rettens myndighet etter tvisteloven § 34-3 annet ledd annen setning.

## 6. Saksomkostninger.

Polygon mener at Evrys saksomkostningskrav er for høy og bør settes ned av retten, sml. tvisteloven § 20-5 første ledd.

Polygon, med støtte av Aksjonærforeningen, la etter dette ned slik

### **P å s t a n d :**

1. Oslo Børs ASA forbys å stryke Evry ASAs aksjer fra notering på Oslo Børs inntil Oslo tingrett har avsagt dom om gyldigheten av Børsklagenemndens vedtak av 24. august 2015.
2. Polygon Global Partners LLP pålegges å reise søksmål om gyldigheten av Børsklagenemndens vedtak av 24. august 2015 innen to uker etter at Oslo byfogdembete har avsagt kjennelse i nærværende forføyningssak.
3. Polygon European Equity Opportunity Master Fund v/ Polygon Global Partners LLP tilkjennes saksomkostnader.

### **Saksøkte, Oslo Børs ASA, har gjort gjeldende :**

#### *1. Innledende merknader :*

Det er foreløpig ikke reist sak for domstolene med krav om å kjenne Børsklagenemndens vedtak av 24. august 2015 ugyldig. Saken for byfogden er avgrenset til å gjelde kravet om midlertidig forføyning.

Oslo Børs mener at vilkårene for midlertidig forføyning ikke er til stede, jf. tvl. §§ 34-1 og 34-2. Det er for det første ikke sannsynliggjort at saksøker har et krav, jf. tvl. § 34-2 første ledd. For det annet foreligger det ikke sikringsgrunn, dels ved at det ikke er nødvendig med en midlertidig forføyning, og dels ved at en midlertidig forføyning uansett vil stå i et åpenbart misforhold til de interessene saksøker har i at forføyning blir besluttet, jf. tvl. § 34-1 første og annet ledd.

Når det gjelder spørsmålet om rettslig interesse, er dette noe retten må ta stilling til *ex officio*, jf. tvisteloven § 1-3 annet ledd. Oslo Børs har ingen særlige merknader til det siste spørsmålet.

Saken som er avgjort av Børsklagenemnden, gjelder hvorvidt Evrys ønske om å bli strøket fra Oslo Børs skal etterkommes, jf. børsloven § 25. Det kravet som begjæringen bygger på, er at Børsklagenemndens vedtak om å etterkomme Evrys ønske om strykning er ugyldig. Det vil i så fall være tale om en rettsavgjørelse for ugyldighet til skade for dette selskapet.

En grunnleggende forutsetning for å beslutte midlertidig forføyning er etter dette at det er sannsynliggjort at Polygon kan vinne frem med et slikt søksmål mot Oslo Børs. Oslo Børs er av den oppfatning at Børsklagenemndens vedtak er gyldig og ikke kan settes til side av domstolene.

Bestemmelsen i børsloven § 25 gir anvisning på et bredt skjønn. Oslo Børs og Børsklagenemnden hadde ulikt syn på om vilkårene var oppfylt, noe som illustrerer at det kan være ulike faglige syn på når en aksje *bør* strykes fra notering på børsen. I hovedsak er det tre momenter skal tillegges særlig vekt; (i) selskapets ønske om å bli strøket, (ii) selskapets manglende oppfyllelse av opptaksvilkår og (iii) minoritetsaksjonærenes interesse. Vurderingen i det konkrete tilfellet må i betydelig grad være overlatt til Børsklagenemndens faglige skjønn og ikke gjenstand for overprøving ved domstolene. Denne saken er etter Oslo Børs' syn i realiteten et forsøk på omkamp om den konkrete skjønnsutøvelsen.

Når det gjelder fremstillingen av sakens bakgrunn, vises det til den grundige redegjørelsen i Børsklagenemndens vedtak pkt. 3 ("*Sakens bakgrunn*"). Saken var noe bedre opplyst for Børsklagenemnden ved at aksjonærsammensetningen blant minoriteten i større grad var klarlagt. I lys av begjæringen om midlertidig forføyning legges til grunn at Børsklagenemndens redegjørelse for sakens bakgrunn ikke er bestridt.

Oslo Børs vil også presisere at Polygon er en utpreget profesjonell part, med konsesjon fra Financial Conduct Authority til å yte investeringstjenester til profesjonelle og institusjonelle investorer. Polygon er en aktør som vil være godt rustet for å ivareta sine interesser på en god måte også ved investeringer i unoterte aksjer. Foranlediget av Polygons utførlige redegjørelse av prosessen som ledet frem til generalforsamlingen der strykning ble vedtatt, samt de etterfølgende omstendigheter, vil Oslo Børs få peke på følgende to momenter som er av særlig relevans.

For det første er det helt på det rene at generalforsamlingens strykningsvedtak er selskapsrettslig gyldig. Verken Polygon eller noen andre aksjonærer har reist anfektelsessøksmål mot vedtaket. Oslo Børs og Børsklagenemnden kan ikke legge til

grunn annet enn at vedtaket om å be om strykning er gyldig og kan heller ikke gå inn i vurderinger av kvaliteten på vedtaket og prosessen. Den svært detaljerte fremstillingen av oppkjøpet og omstendighetene rundt generalforsamlingen er derfor av underordnet betydning for rettens vurdering av vedtaket som imøtekommer selskapets lovlige besluttede ønske om strykning.

For det andre er det like klart at kun to av de aksjonærene som møtte på generalforsamlingen stemte *mot* forslaget om strykning. Fire aksjonærer, herunder tre mindretallsaksjonærer, stemte *for* strykning. Den etterfølgende spørreundersøkelsen gjennomført via Computershare kan nærmest av prinsipielle årsaker ikke tillegges noen vekt av betydning. Dersom aksjonærer har innsigelser mot et forslag til vedtak på generalforsamling, er det lovens system at vedkommende møter på generalforsamlingen og avgir stemme. Når det heller ikke i etterkant av vedtaket reises søksmål etter allmennaksjeloven § 5-22, kan ikke en etterfølgende og uformell spørreundersøkelse benyttes som et uttrykk for motstand blant minoritetsaksjonærene. Under enhver omstendighet er deltakelsen blant aksjonærene nokså lav. Det bemerkes dessuten at det kun er Polygon som har fremmet krav om midlertidig forføyning og bebudet søksmål om gyldigheten, og nærværende krav om midlertidig forføyning må vurderes ut fra denne aksjonærens forutsetninger – ikke minoritetsaksjonærer mer allment. Det siste er vurdert på generelt grunnlag av børsmyndigheten.

## 2. Nærmere om domstolenes prøvelsesadgang :

Børsklagenemnden er en egen klagenemnd oppnevnt av Finansdepartementet for å avgjøre klager på vedtak truffet av børsen. Børsklagenemnden er ledet av tidligere høyesterettsdommer Liv Gjølstad, og består ellers av erfarne eksperter i børs- og verdipapirrett. Det er av stor betydning for kapitalmarkedet at det finnes et eget klageorgan med høy kompetanse som kan avgjøre saker hurtig og dermed sikre forutberegnelighet for aktørene i markedet.

Vedtaket truffet av Børsklagenemnden er underlagt forvaltningsloven, jf. børsloven § 41 tredje ledd. Hovedregelen i forvaltningsretten er at domstolene prinsipielt kan overprøve forvaltningens skjønn, jf. f.eks. Rt 1995 s. 1427, men at hjemmelsloven må tolkes for å trekke opp de nærmere rammer for forvaltningens frie skjønn.

Børsloven § 25 fastsetter at et aksjeselskap "kan" suspenderes eller strykes på nærmere fastsatte kriterier. Dette forutsetter en nærmere vurdering fra Børsens side. Den endelige vurderingen beror således på en bred skjønnsmessig vurdering av om strykning *bør* skje. Praksis viser da også at det skal utøves et konkret skjønn der en rekke momenter er relevante for om et selskaps ønske om strykning skal etterkommes. Det er riktig at loven gir uttrykk for at strykning ikke skal skje dersom dette "*kan ventes å medføre vesentlig*

*ulempe*” for eierne av instrumentet. Denne vurderingen vil imidlertid også være sterkt skjønnspreget og vil måtte basere seg på et børsfaglig skjønn, både med hensyn hva som ”*kan ventes*” dersom strykning skjer, og hva som er ”*vesentlig*”. Rettslig sett vil dette inngå som momenter i det brede skjønn og den interesseavveiningen som må utøves ved anvendelsen av børsloven § 25, slik Børsklagenemnden korrekt gjør i sitt vedtak. Det er således ikke tale om isolerte ”vilkår” eller flere ”kumulative vilkår”, som en motsetning til et ”bredt skjønn”.

Domstolenes adgang til å overprøve Børsklagenemndas avgjørelser er grundig omtalt i Ot. prp. nr. 54 (1988-1989) pkt. 3.3 der det fremgår at domstolene bør være svært tilbakeholdne ved prøvingen.

Oslo tingrett la dette til grunn i sin dom (TOSLO-2007-39572), den såkalte Seadrill-dommen. Tingrettens konklusjon, etter å ha sitert blant annet uttalelsene fra Ot. prp. nr. 54 (1988-1989), var:

*”Når det gjelder avgjørelsen av om SeaDrill skal gis dispensasjon fra tilbudsplikten etter vphl. § 4-8 annet ledd prøver retten ikke subsumsjonen. Her gir loven anvisning på et utpreget skjønnsmessig vurderingstema, hvor vedtaket også beror på en vurdering av utpreget faglig karakter.”*

Tingrettens begrunnelse fikk sin uttrykkelige tilslutning fra lagmannsretten (LB-2008-27119), som innleder sine bemerkninger med å konstatere at tingretten ”*har skrevet en usedvanlig grundig og klargjørende dom*”. Anken til Høyesterett ble nektet fremmet. Tilsvarende må gjelde i nærværende sak.

Når det gjelder beslutning om strykning konkret, legger loven opp til et ”*kan*”-skjønn og vurdering av utpregete skjønnsmessige vurderingstemaer (”*særlige grunner*”, hva som ”*kan ventes*” og ”*vesentlig ulempe*”) som beror på vurderinger av utpreget faglig karakter. Dette er vurderinger som domstolene etter vanlig lære ikke prøver eller viser særlig tilbakeholdenhet ved prøvingen av.

### 3. Vedtaket er gyldig.

I realiteten vil saksøkers tolkning av børsloven § 25 nærmest innebære en *regel* om at strykning ikke kan skje dersom hovedaksjonær eier mindre enn 90% av aksjene og det finnes et visst antall mindretallsaksjonærer. Dette er åpenbart ikke lovens system og ville innebære en *plikt* for selskapene til å forbli notert på børsen til tross for at vilkårene for notering ikke lenger er oppfylt og selskapet lovlig har vedtatt at det ønsker strykning.

Det rettslige tema i denne sak er at strykning ikke kan skje dersom det kan ventes å medføre vesentlig ulempe for enten minoritetsaksjonærer eller markedets oppgaver og

funksjon, noe som også innebærer sterkt skjønsmessige, faglige vurderinger. Det er ikke bestridt, som påpekt av Børsklagenemnden, at selskapet ikke lenger tilfredsstiller børsens opptakskrav og at strykning ikke vil medføre vesentlig ulempe for *markedets* oppgaver og funksjon. Det er således på det rene at strykning ut i fra dette *kan* skje.

Etter tvisteloven § 34-2 kan midlertidig forføyning ”bare besluttes dersom kravet det *begjæres forføyning for og sikringsgrunnen er sannsynliggjort*”. Etter Oslo Børs syn er verken krav eller sikringsgrunn sannsynliggjort.

Polygon har nå frafalt sin tidligere betraktning om at det foreligger rettsanvendelsesfeil forbundet med Børsklagenemndens vedtak under henvisning til at nemnden skulle ha unnlatt å foreta en selvstendig vurdering av om strykning ville være til vesentlig ulempe for minoritetsaksjonærene.

#### **A). Påståtte feil ved faktum og den konkrete skjønnsutøvelsen.**

##### *Computershare-undersøkelsen*

Oslo Børs mener ikke å ha lagt større vekt på undersøkelsen enn det Børsklagenemnden gjorde. Det er klart at resultatene fra Computershare-undersøkelsen inngikk i det faktagrunnlag som ble utredet for Børsklagenemnden. Som nevnt er det prinsipielle grunner til å legge liten vekt på denne type undersøkelser. Børsklagenemndens vedtak legger derfor vekt på det som er relevant når det gjelder minoritetsaksjonærenes holdning til strykningsspørsmålet, nemlig det som fremkom på ordinært vis under generalforsamlingen.

Det vises her bl.a. til NOU 2006:3 pkt. 7.2.2 at: ”*Slik søknad vil normalt ikke etterkommes hvis en vesentlig del av minoritetseierne kan bli skadelidende og disse har stemt mot strykning på generalforsamling. Mer konkret betyr dette etter praksis at majoriteten må være i tvangsinnløsningsposisjon, eller at det ikke er et stort antall eller en stor andel av minoritetsaksjonærer som har stemt mot strykning på generalforsamling*”

Når det gjelder anførselen om at det ”*ikke ble gitt god informasjon om betydningen av aksjonærenes oppmøte og stemmegivning i innkallingen til generalforsamlingen*”, viser Oslo Børs igjen til at aksjonær som måtte mene det ikke er gitt tilstrekkelig informasjon i forkant av et generalforsamlingsvedtak så vil rettsmiddelet være anfektelsessøksmål mot vedtaket. I tillegg er det et faktum at kun to aksjonærer møtte opp og stemte mot forslaget på generalforsamlingen, til tross for at strykning av aksjene fra Oslo Børs sto på agendaen.

I ettertid er det kun én aksjonær – saksøker – som har angrepet vedtaket rettslig. En aksjonær må kunne forventes å forstå hva som er konsekvensene av et forslag om strykning, uten en særskilt redegjørelse av mulige konsekvenser av å ikke møte opp på



generalforsamlingen. Det ville heller ikke vært unaturlig at de som var opptatt av spørsmålet – slik som saksøker – organiserte motstand i forkant av generalforsamlingen og ikke i etterkant gjennom en uformell ”spørreundersøkelse”.

Oslo Børs er ikke enige at det foreligger faktafeil eller brudd på forvaltningsloven § 17 jf. 41 pga. manglende konkret henvisning til Computershare-undersøkelsen. Heller ikke disse anførselene kan føre til ugyldighet.

***B). Børsklagenemnden har ikke utøvd et for snevert skjønn.***

Videre anfører Polygon at Børsklagenemnden ikke har utøvd et tilstrekkelig bredt skjønn. Det anføres ikke at det ikke er utøvet et skjønn, men at skjønnet ikke foretar en forsvarlig avveining av de motstående interesser. Dette er i realiteten et angrep på selve skjønnsutøvelsen, noe domstolene ikke skal overprøve.

Uansett er det vanskelig å følge Polygons argumentasjon på dette punktet. Den enkelte uttalelse i vedtaket kan ikke leses isolert, men må vurderes i sammenheng med resten av Børsklagenemndens begrunnelse. Det er liten tvil om at Børsklagenemnden har foretatt et bredt skjønn, jf. vedtaket på s. 16: *”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. Vurderingene 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 skjønsmessige 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.”*

I den konkrete vurdering veies disse hensynene mot hverandre. Når det særlig gjelder interessene til minoritetsaksjonærene, må det understrekes at det i denne saken ikke er anført annet enn de helt alminnelige ulempene ved ikke å være notert på børsen. Det kan ikke forventes at disse uten videre er utslagsgivende.

Slik Oslo Børs tolker Polygons argumentasjon, er Polygon uenig i den konkrete skjønnsutøvelsen – d.v.s. om strykning bør skje i denne saken. I tillegg mener saksøker at prisen som ble tilbudt er for lav. Til det første er å si at den konkrete skjønnsutøvelsen er unntatt domstolsprøving, og til det andre er å bemerke at det store flertall av aksjonærer rent faktisk aksepterte tilbudet. Videre er prisen vurdert av SEB i en uavhengig vurdering

til å være "fair". At Polygon for sin del mener at aksjen er mer verdt kan ikke lede til at selskapet nektes å stryke aksjene i samsvar med et lovlig fattet vedtak om dette.

For øvrig må det være opp til hver enkelt aksjonær om de vil akseptere et tilbud eller ikke, men det må da tas høyde for at aksjene kan bli strøket fra notering når et såpass høyt antall aksjer havner på én hånd. De ulemper som er knyttet til redusert likviditet og færre informasjonsplikter er gjennomgående de to hovedelementene som inngår i vektleggingen av minoritetens interesser, og som er grundig vurdert av Børsklagenemnden. Oslo Børs er derfor uenig i at Børsklagenemnden ikke har utøvd et tilstrekkelig bredt skjønn, og anser som nevnt saksøkers anførsler som en ren omkamp om den skjønnsmessige vurderingen.

Heller ikke anførselen om at det er anvendt et for snevert skjønn – at det ikke er skjedd en forsvarlig avveining av de motstridende interessene – kan føre til ugyldighet.

### ***C). Nærmere om børsmyndighetenes strykningspraksis.***

Oslo Børs er av den oppfatning at strykningsvedtaket ligger innenfor den praksis som allerede foreligger. Den nærmere vurderingen ( skjønnsutøvelsen ), foretatt av Oslo Børs og Børsklagenemnden, har domstolene verken faktisk eller rettslig grunnlag for å overprøve. Av de sammenlignbare styrkningsavgjørelser de senere år, er særlig vedtakene knyttet til Kristiansand Dyrepark ASA, Fosen ASA og Norman ASA trukket frem. I alle tre sakene stemte cirka 85 % for strykning, mot reelt sett 95% i herværende sak ( dvs. dersom majoritetsaksjonæren hadde kunnet stemme i samsvar med aksjeinnehavet, uhindret av vphl. § 6-8 femte ledd ). Det finnes ikke eksempler fra strykningspraksis der én aksjonær eier mer enn 88 % av aksjene og der strykning ikke har blitt innvilget. Slik sett må Oslo Børs' vedtak anses som et strengt vedtak, mens Børsklagenemndens vedtak er mindre strengt. Begge vedtak ligger imidlertid innenfor den skjønnsmarginen som Børsklagenemnden må tillegges, d.v.s. innenfor det området hvor det beror på en konkret, skjønnsmessig vurdering om strykning *bør* skje.

For det første har Evry én helt dominerende aksjonær. For det annet har eksisterende mindretallsaksjonærer mottatt både et frivillig og et pliktig tilbud. Budet ble akseptert av et stort flertall av aksjonærene, og det ble avgitt en uavhengig ekspertvurdering av tilbudene, jf. vphl. § 6-16. De ikke-profesjonelle aksjonærene eier kun 0,3% av aksjene, og ingen av dem stemte mot forslaget om strykning. De tre som møtte på generalforsamlingen stemte *for*. Det faktum at ingen av minoritetsaksjonærene møtte på generalforsamling og stemte mot strykning må tillegges betydelig vekt.

På den annen side er det et relativt høyt antall minoritetsaksjonærer i selskapet, og disse vil miste den generelle beskyttelsen som ligger i en fortsatt notering. Videre er det en viss omsetning i aksjen. På den annen side er hensynene som taler mot strykning, i denne saken

av generell karakter som vil gjøre seg gjeldende i alle strykningssaker, og det er ingen særegne forhold som utelukker en innvilgelse av strykningen.

Den strykningssakspraksis som foreligger, viser at det skal mye til å for å stryke et selskap fra notering dersom det finnes minoritetsaksjonærer av betydning i selskapet. Som det fremgår av praksisen gjennomgått i Børsklagenemndens vedtak, må det alltid utøves et bredt skjønn i hvert enkelt tilfelle, der blant annet stemmegivning på generalforsamling og sammensetningen av minoritetsaksjonærene er viktige punkter. Minoritetsinteressen vil *alltid* være et sentralt, men ikke nødvendigvis avgjørende, moment i vurderingen.

Oslo Børs skal være en attraktiv markedsplass for utstedere og investorer. Muligheten for industrielle eller private aktører til å gi bud og deretter stryke selskapet fra Oslo Børs, er av betydning for attraktiviteten til de noterte verdipapirene på Oslo Børs. Dersom strykningssakspraksis blir for streng, vil det kunne redusere exit-muligheten for investorer, og vil også kunne medføre en skepsis mot å la seg notere.

Det vil således være uheldig for markedsplassen om domstolene i saker om midlertidig forføyning la seg på en strengere skjønnsmessig linje enn børsmyndighetene og la ned forbud mot strykning av aksjer i saker hvor selskapet gyldig har vedtatt en strykning og fått søknaden innvilget av børsmyndighetene.

#### ***D). Kort om synet på strykning blant de institusjonelle investorene.***

Som Børsklagenemnden fremhever må en institusjonell investor som ikke møter på generalforsamling for å stemme, anses for å ikke være motstander av strykningen. Det ligger i dette at disse investorene må antas å enten være nøytrale eller for strykning. Det må være helt korrekt at Børsklagenemnden bygger på dette.

For øvrig ligger det i sakens natur at institusjonelle investorer er bedre rustet til å ivareta sine interesser som investor og aksjeeier enn småaksjonærer. Andelen småaksjonærer er således relevant når man skal vurdere vekten av hensynet til aksjeeierne av at strykning tillates. At enkelte fond og andre institusjonelle investorer har mandater som kun tillater dem å eie noterte instrumenter, er et annet spørsmål og kan åpenbart ikke være til hinder for at en aksje strykes fra notering.

Saksøker har etter dette ikke sannsynliggjort kravet om at Børsklagenemndens vedtak er ugyldig. Saksøkers krav i hovedsaken vil være krav dom for ugyldighet til skade for Evry. Det skal mye til for vinne frem med en slik påstand.

Saksøkers angrep på Børsklagenemndens vedtak retter seg mot skjønnsutøvelsen, både mot den interesseavveiningen som ligger i utøvelsen av "kan"-skjønn og mot den faglige, skjønnsmessige vurderingen av de hensyn loven gir anvisning på. Dette skal domstolene

ikke prøve. Uansett er det lider ikke Børsklagenemndas vedtak verken rettsanvendelsesfeil, faktumfeil eller skjønnsfeil, og uansett foreligger det ikke feil som kan ha virket inn på vedtaket og således føre til ugyldighet.

Det følger av dette at Polygon ikke har sannsynliggjort noe krav og begjæringen skal da ikke tas til følge.

#### 4. Det foreligger ikke sikringsgrunn.

Polygons interesser i saken er av hovedsakelig økonomisk karakter, som dermed kan avhjelpest i ettertid gjennom alminnelig søksmål. Vilkårene i første ledd er derfor ikke oppfylt.

Selskapets øvrige aksjonærer har med et stort flertall vedtatt og fått innvilget en søknad om strykning. Samtidig er Polygons interesser i saken av avledet og økonomisk karakter. Etter Oslo Børs' oppfatning står den ulempe strykning innebærer for aksjonærflertallet og børsmyndigheten i et åpenbart misforhold til Polygons anførte økonomiske og avledede interesse i at forføyning blir besluttet.

Børsklagenemndens avgjørelse 2. oktober 2015 legger til grunn at Polygon skal anses for å ha rettslig klageinteresse. Avgjørelsen innebærer en endring av praksis knyttet til strykningssaker, og Oslo Børs imøteser en endelig avklaring av spørsmålet fra domstolene. Som påpekt i avgjørelsen på side 10, anførte Evry at *"det vil være i strid med reglens systematikk – og også sterkt urimelig – om en enkeltaksjonær – kanskje gjennom et materielt grunnløst søksmål – skulle få anledning til å obstruere en strykning som er forankret i selskapets organer og innvilget av Børsklagenemnden"*. Børsklagenemnden påpeker at *"dette er relevante hensyn"*, men kom altså til at Polygon skulle anses for å ha partsrettigheter i spørsmålet om oppsettende virkning.

For Oslo Børs er det av betydning at saksøker rent faktisk har en avledet rolle i saken. Saksøker er ikke part i Børsklagenemndens vedtak, er alene blant aksjonærene om å bestride vedtakets gyldighet, og er kun en av flere minoritetsaksjonærer i selskapet. Minoritetsaksjonærer må i det store og det hele finne seg i at et flertall av aksjonærene treffer vedtak de er uenige i. Når det gjelder forvaltningsvedtak vedrørende selskapet, må også en minoritetsaksjonær akseptere utfallet. Dersom en aksjonær er uenig i en beslutning truffet av generalforsamlingen, er rettsmiddelet anfektelsessøksmål etter asal. § 5-22. Det samme gjelder dersom en minoritetsaksjonær er uenig i et forvaltningsvedtak, og ønsker at selskapet skal bestride det.

Det forhold at Polygon er ansett for å ha partsrettigheter i spørsmålet om utsatt iverksettelse, innebærer ikke at Polygons står sterkere i kravet om midlertidig forføyning.

Interessen er uansett avledet, noe som må få betydning for vurderingen av om det skal besluttes midlertidig forføyning etter begjæring fra Polygon og til sikring av dette selskapets interesser. De argumenter som Børsklagenemnden legger avgjørende vekt på i sitt vedtak 2. oktober 2015, har like mye vekt og relevans i spørsmålet om det foreligger sikringsgrunn.

For det første er Polygons interesse av hovedsaklig økonomisk karakter. Et økonomisk krav kan fremmes uavhengig av iverksettelse av strykningen. Det antydes, med henvisning til finansiellitteratur, at likviditetsrabatten mellom noterte og unoterte aksjer er cirka 20%. Igjen understrekes det at saksøkers krav er av økonomisk karakter. I tillegg vil et notert selskap med en såpass betydelig eier uansett handles med en rabatt. Det vises i denne forbindelse til Knut Berge, Børs- og verdipapirrett (2014) s. 142-143, der det fremheves at *”ingen seriøs investor vil finne på å investere i selskapet”* (sitert i begjæringen på s. 18). Den økonomiske interessen er derfor i tillegg svært usikker, og saksøker har ikke påvist noe direkte økonomisk tap som følge av strykningen. Det man står igjen med da, er at informasjonsplikter mv. bortfaller ved strykning. Det er helt generelle momenter som en minoritetsaksjonær må regne med når oppkjøpstilbudet ble avslått. Dette tilsier med styrke at det ikke er nødvendig med en midlertidig forføyning, jf. tvl. § 34-1 (1).

For det andre blir både Evrys og børsmyndighetens vedtak i realiteten satt til side i en lengre periode. Det innebærer et betydelig inngrep og krever gode grunner. Anførlene om at *”Apax har gjennomført et oppkjøp uten særlig hensyn til minoritetsaksjonærenes interesser”*, og at Polygon ikke kan forvente at *”Lyngen/Apax tar særskilt hensyn til minoritetsaksjonærene”*, bærer preg av hypoteser og spekulasjon, og kan uansett ikke avhjelpes ved en foregripende midlertidig forføyning. Rettsmiddelet mot lovstridige beslutninger er ikke en utsatt iverksettelse av strykning, men må adresseres gjennom alminnelig søksmål.

Som nevnt har selskapets øvrige aksjonærer med et stort flertall vedtatt og fått innvilget en søknad om strykning. Samtidig er Polygon, en profesjonell aktør, fullt ut i stand til å ivareta sine interesser også for det tilfellet at vedtaket om strykning iverksettes. Som tidligere nevnt er Polygons interesser i saken av avledet og økonomisk karakter, jf. pkt 3.6.2. Etter Oslo Børs’ oppfatning står den ulempe strykning innebærer for aksjonærflertallet og børsmyndigheten i et åpenbart misforhold til Polygons anførte økonomiske og avledede interesse i at forføyning blir besluttet, jf. tvl. § 34-1 (2).

Oslo Børs anfører etter dette at det ikke foreligger sikringsgrunn for Polygons krav. Polygons avledete og hovedsakelig økonomiske interesse i ugyldighetssøksmålet tilsier at det ikke er nødvendig med midlertidig forføyning. Under enhver omstendighet vil det være uproporsjonalt å beslutte midlertidig forføyning i denne saken.

Oslo Børs ASA har etter dette lagt ned slik

## **P å s t a n d :**

1. Begjæringen tas ikke til følge.
2. Oslo Børs ASA tilkjennes sakens omkostninger.

### **Partshjelper Evry ASA har i hovedsak anført :**

Evry har nedenfor forsøkt å være seg bevisst posisjonen som partshjelper. Det vises til det som er uttalt i tvisteloven § 15-7 tredje ledd om prosesshandlinger til fordel for den parten Evry er partshjelper for, dvs. Oslo Børs ASA.

Evry gjør gjeldende at vilkårene for midlertidig forføyning ikke er til stede og støtter Oslo Børs i den forbindelse. Polygon kan for det første ikke anses for å ha rettslig interesse i å bli hørt med krav om midlertidig forføyning. Verken hovedkrav eller sikringsgrunn kan anses sannsynliggjort. Begjæringen om midlertidig forføyning kan derfor ikke tas til følge av Oslo byfogdembete.

#### *1. Polygon har ikke rettslig interesse.*

Polygon har i punkt 3 i begjæringen pretendert å ha rettslig interesse i å anlegge ugyldighetssøksmål mot Børsklagenemndens vedtak, jf. tvisteloven § 1-3. Nederst på side 10 i begjæringen er spørsmålet formulert å være om det fremstår som naturlig at Polygon kan gjøre sin interesse som minoritetsaksjonær i selskapet gjeldende i form av søksmål.

Polygon viser på side 11 i begjæringen til at det kan være et moment - i vurderingen av rettslig interesse etter tvisteloven § 1-3 - om saksøker etter forvaltningspraksis ville hatt rettslig klageinteresse, jf. forvaltningsloven § 28. Samme sted er det vist til at Børsklagenemnden i sitt vedtak 2. oktober 2015 har kommet til at Polygon har rettslig klageinteresse "i saken". Dette er upresis argumentasjon fordi "saken" i vårt tilfelle gjelder spørsmålet om Børsklagenemndens vedtak om strykning av Evry-aksjen fra notering på Oslo Børs er ugyldig. Det vedtaket ble truffet 24. august 2015. Vedtaket av 2. oktober 2015 angår imidlertid spørsmålet om Polygon har rettslig klageinteresse i spørsmålet om Børsklagenemnden skal beslutte "utsatt iverksetting av nemndens vedtak av 24. august 2015." Det medfører derfor ikke riktighet at Børsklagenemnden har kommet til at Polygon har rettslig klageinteresse "i saken", dvs. om 24. august 2015 vedtaket er ugyldig.

Det Børsklagenemnden har avgjort i vedtaket av 2. oktober 2015 (side 8-11 i vedtaket) er spørsmålet om rettslig klageinteresse i tilknytning til forvaltningsloven § 42 første ledd, hvor Børsklagenemnden etter en samlet vurdering fant at Polygon har rettslig

klageinteresse i å anmode om utsatt iverksettelse. Saken (om utsatt iverksettelse) ble deretter fremmet til realitetsbehandling, og Børsklagenemnden konkluderte i så henseende enstemmig med at det ikke å bli gitt noen utsatt iverksettelse av vedtaket av 24. august 2015.

Børsklagenemnden har riktignok noen uttalelser også rundt strykning av aksjer og om minoritetsaksjonærene har rettslig klageinteresse og tilstrekkelig søksmålsinteresse etter tvisteloven § 1-3, Men Børsklagenemndens vedtak av 2. oktober 2015 kan ikke anses å avgjøre spørsmålet om Polygon har rettslig interesse etter tvisteloven § 1-3 til å anlegge ugyldighetssøksmål, verken rettskildemessig eller for øvrig.

Oslo Børs har i sitt tilsvarende (punkt 1 side 2) bemerket at når det gjelder spørsmålet om rettslig interesse, er dette noe retten må ta stilling til ex officio og at Oslo Børs ikke har noen særlige merknader til dette spørsmålet. Evry finner det som partshjelper derfor ikke naturlig å kommentere spørsmålet om rettslig interesse, utover det som er gjort ovenfor.

## 2. Den reelle bakgrunn for tvistesaken.

I avkledd versjon handler ikke denne saken om Polygons angivelige bekymring om Børsklagenemndens vedtak av 24. august 2015 er gyldig eller ikke. Begjæringens underliggende motivasjon er å finne i Polygons ønske om å få en høyere pris på sine aksjer i Evry enn budet på aksjene i Evry som ble fremsatt av Apax.

Tilbudsprisen var kr. 16 per aksje. Polygon mente prisen skulle vært 24 kroner per aksje. Motivet bak begjæringen og antydningen om ugyldighetssøksmål dersom begjæringen fører frem, antas reelt motivert i et ønske hos Polygon om å få bedre pris for sine aksjer i selskapet. Det bemerkes at Polygon økte sin aksjebeholdning i Evry etter at det ble at selskapet skulle selges. Det antas at dersom Polygon hadde fått sine ønskede 24 kroner per aksje i Evry, ville begjæringen ikke blitt fremmet. Begjæringen ville etter Evrys oppfatning heller ikke blitt fremmet dersom Apax hadde nådd 90 % i forbindelse med sitt oppkjøpstilbud grunnet allmennaksjeloven § 4-25.

Generelt bemerkes at norske domstoler etter Evrys oppfatning bør være forsiktige med å bli brukt som brikke i et spill som kan handle om underliggende og ganske andre forhold enn det som fremstilles i forbindelse med den faktiske og rettslige argumentasjonen som fremføres i prosesskriv.

Som Oslo Børs bemerker i tilsvarende punkt 1 gir børsloven § 25, som er den bestemmelsen vedtaket til Børsklagenemnden av 24. august 2015 er basert på, anvisning på et bredt skjønn. I nærværende sak er det tale om et utvist faglig skjønn i form av et over 20 siders langt og grundig vedtak fra Børsklagenemnden, ledet av tidligere høyesterettsdommer Liv

Gjølstad. Polygon ønsker i realiteten at Oslo Byfogdembete går inn og overprøver den konkrete skjønnsutøvelsen som er utvist av Børsklagenemnden. Det kan det, av en rekke grunner som vi kommer tilbake til, ikke ses å være noe grunnlag for.

Saken var bedre opplyst i Børsklagenemnden, slik Oslo Børs viser til. Evry legger for egen del til grunn at Børsklagenemnden må anses samlet å ha utvist en faglig sterkere og mer fullstendig vurdering enn Oslo Børs. Evry forstår det slik at Oslo Børs fullt ut tar Børsklagenemndens vurdering til etterretning og at Oslo Børs slutter seg til den konklusjonen og det vedtaket som ble truffet 24. august 2015. Det forhold at Oslo Børs kom til et annet resultat i sitt vedtak av 15. juni 2015, viser ikke annet enn at vurderingstemaet under børsloven er utpreget skjønsmessig og at ulike hensyn i denne skjønsmessige vurderingen kan bli vektlagt noe ulikt, slik Oslo Børs selv er inne på i sitt tilsvarende.

Hva gjelder Polygon, som part og som aksjeeier i Evry, er det som fremholdt av Oslo Børs i tilsvaret klart at Polygon er en meget profesjonell aktør i verdipapirmarkedet. Begjæringen kan etterlate et inntrykk av at Polygon har eid over 4 % av aksjene i Evry siden 2010, hvilket ikke er korrekt. Polygon kjøpte seg som nevnt opp i Evry når det var offentlig at selskapet skulle selges. Evry antar Polygon kan ha tapt på dette dersom kjøpene som økte aksjeholdningen i Evry ble gjort til høyere pris enn tilbudsprisen. Det er videre et faktum at Polygon kjøpte aksjer i Evry på et tidspunkt hvor strykning av Evrys aksjer på Oslo Børs kunne bli en realitet, og således må anses å ha akseptert den "risiko" Polygon nå påberoper seg som del av det angivelige grunnlag for midlertidig forføyning.

Omtrent halve begjæringen om midlertidig forføyning omhandler perioden frem til vedtak på generalforsamlingen i Evry 23. mars 2015 og perioden deretter frem til Oslo Børs' meddelelse 28. august 2015 om at strykning av Evrys aksjer ville bli gjennomført 28. oktober 2015. I forhold til spørsmålet som står sentralt i nærværende sak for Oslo byfogdembete, har begivenhetene i denne perioden hovedsakelig bakgrunnsinteresse. Kun i liten grad vedrører disse forhold spørsmålet om Børsklagenemndens vedtak om strykning av Evry-aksjen er ugyldig. I likhet med Oslo Børs vil derfor Evry begrense sine kommentarer til punkt 2 i begjæringen.

Det første forholdet som ønskes påpekt er at aksjelovens grunnleggende system er slik at dersom en aksjeeier er uenig med det som foreslås vedtatt på en generalforsamling, så må man formidle dette på generalforsamlingen. Med unntak av Polygon og en annen aksjonær, var det ingen aksjonær i Evry som stemte i mot strykning av aksjen. Det møtte tre mindretallsaksjonærer på generalforsamlingen, og samtlige av disse stemte for strykning. I og med at øvrige mindretallsaksjonærer ikke møtte, og ikke i forkant tilkjennega noen form for motstand mot forslaget om strykning, er det slik Evry ser det naturlig å konkludere med at resten av mindretallsaksjonærene enten var enig eller anså det for mindre interessant om



aksjen ble strøket fra notering på Oslo Børs, eller ikke har noe bevisst forhold til sin aksjepost.

Det bemerkes at på generalforsamlingen var hovedbegrunnelsen for strykning uttrykt å være at aksjen ikke lenger var egnet for notering på Oslo Børs. Det vises til at Børsklagenemnden i sitt vedtak om strykning pekte på at Evry aksjen i dag ikke ville blitt notert på Oslo Børs, og det ble vist til at dette forholdet ikke var nevneverdig vektlagt av Oslo Børs.

Polygon mener det ikke kan legges noen vekt på at mindretallsaksjonærer enten ikke møtte eller stemte for strykning. Evry er uenig. I tilknytning til dette vises det ytterligere til at *ingen* av mindretallsaksjonærene heller reiste anfektelsessøksmål etter allmennaksjeloven § 5-22.

Den spørreundersøkelsen Polygon har sørget for å gjennomføre i ettertid er uten relevans og den kan ikke tillegges bevismessig betydning. Det vises til det som er anført ovenfor om at dersom en aksjeeier er uenig i forslag som fremmes på generalforsamling, må man møte på generalforsamlingen, tilkjennegi sitt syn og eventuelt stemme i mot. Eventuelt må aksjeeieren angripe generalforsamlingens vedtak med anfektelsessøksmål.

Det følger av klar børspraksis at minoritetsinteressen, for å bli vektlagt i strykningssøknader, må materialisere seg i stemmegivning på generalforsamlingen. Det er da også dette som er reglens system; børsreglene forutsetter nettopp kvalifisert flertall i generalforsamlingen for å tillate en strykningssøknad. Hvis aksjonærene ikke har så sterkt engasjement mot strykning at de tar seg bryet med å stille på generalforsamlingen for å stemme imot, vil det være i strid med både reglens systematikk, børsens praksis og hensyn til klarhet og ensartethet å vektlegge andre former for meningsytringer. At meningsytringen i tillegg kommer i etterkant av generalforsamlingen, øker selvsagt ikke den påståtte relevansen av den spørreundersøkelsen Polygon har initiert og betalt Computershare for.

Evrys anførsel vedrørende manglende relevans og bevisverdi av spørreundersøkelsen underbygges av det faktum at det heller ikke er noen mindretallsaksjonærene som deltar i begjæringen om midlertidig forføyning. Det er kun en eneste aksjonær som hevder at Børsklagenemndens vedtak er ugyldig, og det er Polygon. Det er videre ingen av minoritetsaksjonærene som har meddelt at de vil delta i et eventuelt senere søksmål om gyldigheten av Børsklagenemndens vedtak. Tvert i mot fremgår det av begjæringens side 1 at det bare er "Polygon" som angivelig vil reise søksmål om gyldigheten av Børsklagenemndens vedtak.

Evry viser til disse forhold fordi Oslo Byfogdembete vil ha merket seg at Polygon en rekke steder i begjæringen argumenter med Polygon "og mindretallsaksjonærene". Som nevnt er

det kun Polygon som i egenskap av å være en profesjonell, institusjonell minoritetsaksjonær, som har angrepet gyldigheten av nemndens vedtak. Ingen av de øvrige mindretallsaksjonærene deltar i nærværende sak. Argumentasjon fra Polygon i begjæringen som relaterer seg til andre mindretallsaksjonærer og som ikke vedrører Polygon selv, må som utgangspunkt være irrelevant for de vurderinger som skal foretas av byfogdembetet.

Det forhold at Aksjonærforeningen er brakt inn som partshjelper for Polygon, kan i så henseende ikke tillegges noen betydning. Det vises til at Aksjonærforeningen ikke opptrer som partshjelper etter tvisteloven § 15-7 første ledd a). Aksjonærforeningen opptrer som partshjelper etter tvisteloven § 15-7 første ledd b). Det kan ellers ikke unnlates bemerket at Polygon på ingen måte faller inn under beskrivelsen av Aksjonærforeningen i begjæringen, der foreningen omtales som en interesseorganisasjon for personlige aksjonærer. Polygon er følgelig neppe heller blant Aksjonærforeningens medlemmer.

Når det ellers gjelder punkt 2 i begjæringen, bemerker Evry - i tilknytning til gjennomgangen av perioden frem til generalforsamlingene 23. mars 2015 - at bestemmelsene i allmennaksjeloven ble overholdt. For ordens skyld bemerkes at også minoritetsaksjonærene, herunder Polygon, mottok sin forholdsmessige del av det utbytte som ble vedtatt – uten at noen stemte mot.

Som nevnt er det ikke i etterkant anlagt anfektelsessøksmål av noen innen allmennaksjelovens frist, slik at vedtakene på generalforsamlingen 23. mars 2015 utvilsomt er gyldige og uangripelige. Hvilken oppfatning Polygon hadde i mars 2015 eksempelvis om styrekandidater og om noen av disse angivelig ikke var uavhengige, er irrelevant for spørsmålet i vår sak som gjelder gyldigheten av Børsklagenemndens vedtak om strykning av Evry aksjen fra notering på Oslo Børs. Likevel bemerkes at det ble bestridt av Evry at noen av de foreslåtte styremedlemmene ikke kunne anses som uavhengige. Det vises videre til at spørsmålet om styremedlemmenes uavhengighet ikke har noe å gjøre med den selskapsrettslige gyldigheten av valget av de aktuelle kandidatene, men bare vedrører spørsmålet om selskapet følger norsk anbefaling om eierstyring og selskapsledelse.

Videre bemerkes at selv om man antar at enkelte styremedlemmer ikke var blitt valgt, ville det ikke påvirket vedtakene som ble truffet idet to styremedlemmer som presumtivt skulle ha opptrådt annerledes ville vært i mindretall i styret.

Når det gjelder spørreundersøkelsen fra Computershare, fremgår det fra begjæringen at den ble gjennomført godt i etterkant av generalforsamlingsvedtakene. Som bemerket ovenfor har undersøkelsen ingen bevisverdi. Foruten de forhold som allerede er påpekt, vises det til at Polygon "regisserte" undersøkelsen. I tillegg ledet denne undersøkelsen til intet. Av de aksjeeiere som deltok i undersøkelsen anfektet ingen noen del av generalforsamlingenes vedtak, selv om det var anledning til dette på det tidspunktet undersøkelsen ble gjennomført.

### 3. Det foreligger intet hovedkrav.

Polygon gjør gjeldende at Børsklagenemndens vedtak av 24. august 2015 er ugyldig fordi det angivelig lider av faktumfeil og saksbehandlingsfeil. Det gjøres således gjeldende fra Polygon at en samlet Børsklagenemnd har trådt feil på svært mange punkter. Etter Evrys oppfatning er dette uholdbare anførsler. Det foreligger ingen forhold som enkeltvis eller samlet medfører at vedtaket til Børsklagenemnden av 24. august 2015 om å stryke Evry aksjen fra notering på Oslo Børs, er ugyldig.

Dersom man skulle tenke seg at begjæringen om midlertidig forføyning kunne ha noe for seg, vil en grunnleggende forutsetning være at Polygon kan sannsynliggjøre at man vil vinne frem med sitt bebudede ugyldighetssøksmål, dvs. at man i en mulig siste instans får dette igjennom i Høyesterett. Noe slikt fremstår ikke, av mange grunner, som sannsynlig. Det må anses som gjeldende rett at med mindre det kan påvises slike feil som Polygon postulerer, og at det videre påvises at slike feil kan ha hatt betydning for vedtakets innhold, vil det ikke være adgang for domstolene til å overprøve den skjønnsmessige vurderingen som er foretatt i henhold til børsloven § 25 om at strykning innvilges i overensstemmelse med søknaden om dette fra Evry.

Begjæringen tar ikke utgangspunkt i det naturlige startpunkt, nemlig domstolenes prøvelsesadgang. Det gjør derimot Oslo Børs i sitt tilsvaret. Det vises til punkt 3.2 i tilsvaret, som Evry gir sin tilslutning til.

Det er uomstridt at Evrys aksjer på tidspunktet for Børsklagenemndens vedtak ikke lenger tilfredsstilte Oslo Børs krav til notering. Apax eier 88 % av aksjene og det er ingen utsikt til spredning. Dette er et sentralt forhold. Hadde Apax passert 90 % i Evry, hadde minoritetsaksjonærene blitt tvangsinnløst etter allmennaksjeloven § 4-25 og strykning av noteringen av Evry-aksjen på børsen ville vært en formalsak.

Videre foreligger det intet behov for kapital i Evry, og det er meget begrenset likviditet i aksjen. Det fremstår uomstridt at handelen i aksjen er "forsvinnende lav", slik Børsklagenemnden har fastslått. Det tradisjonelle vilkår for strykning er således klart oppfylt. Det følger av første setning i børsloven § 25 at strykning da "kan" foretas.

I børsloven § 25 annet punktum er det uttalt at strykning likevel ikke kan skje hvis det kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eieren av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon. Her står man overfor et bredt, børsfaglig skjønn i forbindelse med de kriterier som angis. Børsklagenemnden er spesifikt opprettet som klagenemnd for å avgjøre vedtak fra Oslo Børs som påklages.

Når selskapet har søkt om strykning og selskapet ikke lenger tilfredsstiller kravene til notering, bør utgangspunktet etter første punktum være at strykning besluttes, med mindre

man etter en bred skjønnsmessig vurdering kommer til at det likevel ikke bør skje etter annet punktum. Et selskap som ikke hører hjemme på Oslo Børs, bør strykes. Det er markedets dynamikk at selskap noteres og strykes. Ved oppkjøp er hovedregelen i praksis at selskapet strykes.

Grunnet Børsklagenemndens særtrekk og fordi vi står overfor et spesielt saksområde, har lovgiver understreket at domstolene bør være særlig tilbakeholdne med en eventuell overprøvelse av Børsklagenemndens avgjørelser. Det eksisterer ingen grunn i nærværende sak for at Oslo byfogdembete skal unnlate å hensynta lovgivers understrekede særlige tilbakeholdenhet. Tvert i mot; både grunnet sammensetningen av Børsklagenemnden og ved gjennomgang av Børsklagenemndens konkrete vedtak i saken, oppstår det intet inntrykk om at nemnden har trådt feil på en rekke punkter, slik Polygon hevder. Det eksisterer da ingen grunn til at domstolene bør sette til side den særlige tilbakeholdenhet som lovgiver ikke bare har tilvist, men endog understreket.

I begjæringens punkt 4.3 anfører Polygon at det foreligger faktumfeil i Børsklagenemndens vedtak idet nemnden skal ha lagt uriktig til grunn at småaksjonærene ikke har protestert mot strykningen. Dette er det ikke holdbart grunnlag for å hevde. Anførselen er søkt basert på at nemnden skal ha "oversett" undersøkelsen fra Computershare. Nemnden har ikke "oversett" denne undersøkelsen; poenget er at ingen av aksjonærene protesterte mot strykningen på en rettslig relevant måte. Som det fremgår av side 21 i vedtaket, kommenterer nemnden der i samme avsnitt blant annet generalforsamlingen. I nest siste avsnitt på side 13 i begjæringen hevdes det at protester i etterkant av et generalforsamlingsvedtak skal tillegges samme vekt som protester på generalforsamlingen.

Dette savner grunnlag og bestrides. For øvrig synes Polygon å overse at kravet om "vesentlig ulempe for eierne av instrumentet" skal vurderes objektivt. Hva Polygon subjektivt måtte oppleve som ulempe, er ikke relevant eller avgjørende. Evry slutter seg til Oslo Børs anførsel i punkt 3.4.1 om at det ikke foreligger noen faktumfeil i vedtaket. Evry slutter seg også til Oslo Børs merknader samme sted vedrørende Polygons påstand om at informasjonen til generalforsamlingen ikke var god nok. For en aksjonær bør det fremstå som rimelig klart hva som ligger i et forslag om strykning av aksjen fra børsen. Dersom noen ikke evnet å forstå dette, burde vedkommende i så fall enten tilskrive selskapet, søke bistand eller møte på generalforsamlingen. Hvis man etter at strykning besluttes fortsatt ikke skjønner hva det betyr, og ikke anlegger anfektelsessøksmål, må man bære konsekvensen av det. Slik er systemet i regelverket.

Midt på side 14 i begjæringen fremføres det et spesielt argument. Minoritetsaksjonærenes unnlattelse av å møte på generalforsamlingen søkes der bortforklart ved henvisning til at de ikke hadde noe incitament til å møte opp for å stemme mot strykning idet Apex kontrollerte mer enn 2/3 av stemmene. En slik form for argumentasjon er ikke holdbar.

I en oppkjøpssituasjon hvor strykning blir tema, vil som regel situasjonen alltid være at en aksjonær vil ha majoriteten av stemmene på generalforsamlingen. En minoritetsaksjeeier må likevel søke å ivareta sine interesser. Om man ikke når frem på generalforsamlingen, er neste skritt eventuelt å anlegge anfektelsessøksmål.

Nederst på side 14 i begjæringen fremholdes det tilsynelatende at Børsklagenemnden har utvist saksbehandlingsfeil ved at saken ikke var tilstrekkelig opplyst før vedtak ble truffet. Dette fremstår ugrunnet og konstruert, og forslaget om hva Børsklagenemnden "enkelt" kunne gjort nederst på side 14 er vanskelig å følge.

Begjæringens punkt 4.4 gjelder en angivelig ytterligere faktumfeil, ved at det der argumenteres med at Børsklagenemnden uriktig har lagt til grunn at synet på strykning var delt blant de institusjonelle aksjonærene, og at strykning er mindre negativt for institusjonelle investorer. Det Polygon her hevder er feil, er nemndens oppfatning om at det må forventes at institusjonelle investorer møter og stemmer dersom de er mot strykning. Igjen kan det ikke ses å være noe grunnlag for å hevde at det foreligger faktumfeil i tilknytning til denne delen av vedtaket fra nemnden. For øvrig viser Evry til tilsvarets punkt 4.4 hvor Oslo Børs kommenterer og gjendriver anførselen, og viser til at må være korrekt at Børsklagenemnden bygger på dette.

Oppsummert så langt er det ingen grunn til å slutte at det foreligger noen faktumfeil i vedtaket, slik Polygon forsøker å fremstille det som.

Neste angrepsvinkel i begjæringen (punkt 4.5) er at Børsklagenemnden ikke har utvist et tilstrekkelig bredt skjønn. Det kan fra dette utledes at Polygon ikke er uenig i at nemnden har utvist et skjønn, men Polygon mener at skjønnet ikke er tilstrekkelig bredt. Det er i så fall vanskelig å se at man kan komme særlig nærmere den innerste kjernen av den skjønnsutøvelsen som lovgiver har understreket at domstolene bør være særlig tilbakeholdne med å overprøve. Videre, og som Oslo Børs korrekt peker på i sitt svar punkt 3.4.2, så er det ingen tvil om at Børsklagenemnden har foretatt et bredt skjønn. Det fremgår endog eksplisitt fra vedtaket at "bestemmelsene legger opp til et bredt skjønn". For øvrig bemerkes at ved Polygons anførsler på side 16 om prisen, er vi fremme ved det som etter Evrys oppfatning egentlig er bakgrunnen for forføyningen. Det vises til at Polygon mener selskapet burde verdsettes til kr. 24 per aksje, dvs. kr. 8 over det tilbudet Apax ga til aksjonærene. Det fremstår som ganske avslørende når det i siste avsnitt på side 16 uttales at:

*"Dersom selskapet strykes, vil presset på de gjenstående 650 aksjonærene til å selge til Apax øke formidabelt ved at posisjonen som eier av unoterte aksjer i et selskap med en dominerende eier er svært risikofylt og vanskelig."*

Denne angivelige situasjonen har imidlertid Polygon satt seg selv i, og hvis situasjonen for de 650 aksjonærene var som nevnt, er det underlig og nærmest kritikkverdig at ingen av disse aksjonærene møtte og stemte imot på generalforsamlingen. For øvrig bemerkes at Polygons prisoppfatning (kr. 24 per aksje) ikke støttes av den uavhengige vurdering SEB foretok av aksjeverdien for Evry. Mange aksjonærer, inklusive de største aksjonærene, besluttet å selge etter en omfattende budprosess. Prisen på kr. 16 per aksje må således anses å ha blitt ansett for fair. Det er ingen grunn til å anta at store profesjonell aktører som Posten og Telenor, som besluttet å selge aksjer mot kr 16 per aksje, ikke evner å ivareta sine interesser. Polygons anførsler rundt disses salg er spekulative og ikke dokumentert. Apax nådde nesten 90 % (88 %), hvilket underbygger det som her er fremholdt.

Oppsummert slutter Evry seg til Oslo Børs som fremholder at heller ikke anførselen til Polygon om at det er anvendt for snevert skjønn kan føre til ugyldighet.

I tilsvarets punkt 3.4.3 går Oslo Børs inn på strykningspraksis, formodentlig som følge av anførselene i begjæringens punkt 4.6. Evry slutter seg til det Oslo Børs der fremholder. For øvrig viser Evry til at det fremgår av Børsklagenemndens vedtak at man er godt kjent med strykningspraksis.

#### 4. Det foreligger ikke sikringsgrunn.

Polygon har anført tvisteloven § 34-1 første ledd b) som grunnlag hva gjelder sikringsgrunn. Evry slutter seg til Oslo Børs anførsel om at vilkårene i første ledd ikke er oppfylt. Polygon har som påpekt en avledet rolle i saken, og står alene blant over 1000 aksjonærer om å bestride vedtaket til Nemden om strykning av aksjen. Videre slutter Evry seg til Oslo Børs anførsel om at også interesseavveiningen i tvisteloven § 34-1 annet ledd innebærer at midlertidig forføyning ikke kan besluttes. Det vises til punkt 4.1 på side 10 i tilsvaret fra Oslo Børs.

Det er viktig å presisere at spørsmålet retten skal ta stilling til, dersom hovedkravet mot formodning anses sannsynliggjort, er om *Polygon* vil bli påført en vesentlig skade eller ulempe. Polygon blander i begjæringen tidvis sin rolle sammen med de øvrige minoritetsaksjonærenes rolle. Det er imidlertid på det rene at det kun er virkningen for Polygon, som profesjonell og institusjonell investor, som skal vurderes i forhold til tvisteloven § 34-1.

Det er ikke en vesentlig skade eller ulempe for Polygon at aksjene i Evry blir strøket fra notering på Oslo Børs. Polygon fremstiller det som at strykningen i seg selv innebærer et vesentlig økonomisk tap. Det er ikke korrekt.

Strykningen av aksjene er et ledd i hovedaksjonærens strategi for å utvikle Evry og øke lønnsomheten i selskapet. Dette kan erfaringsmessig skape økte verdier for aksjonærene. Polygon har ingen berettiget og sannsynliggjort forventning om å oppnå noe høyere avkastning på sine aksjer dersom Evry fortsatt er børsnotert, snarere tvert imot.

Det er i begjæringen hevdet at Polygon umiddelbart vil bli påført et tap på 29 millioner kroner ved at aksjen i Evry strykes fra notering. Det er ikke ført noe bevis for dette utover en henvisning til en artikkel fra Knut Boye. Boyes fremstilling er generell, mens retten må vurdere situasjonen i Evry spesielt. For øvrig bemerkes at dersom Polygons påstand skulle være korrekt, fremstår det i så fall som om man har påført seg selv et betydelig tap ved ikke å akseptere budet på kr. 16 per aksje. Igjen medvirker denne formen for argumentasjon fra Polygon bare til å avdekke den reelle motivasjon bak begjæringen, å bruke den som et mulig pressmiddel for å få høyere pris for aksjene i Evry. Det må også bemerkes at Polygon altså kjøpte aksjer i Evry etter at det ble offentlig kjent at selskapet skulle selges, men en klar tilknyttet risiko for at det ville medføre strykning av aksjen fra notering.

Faktum er, som påpekt av Børsklagenemden, at det allerede før strykning var begrenset likviditet i Evrys aksjer og liten interesse for selskapet på kapitalmarkedet. Børsklagenemden viser videre til at omsetningen i aksjen er forsvinnende lav/særdeles liten i forhold til selskapets størrelse og verdi. Nemden har også vist til at det ikke kan forventes noen betydelig omsetning i aksjen. I en slik situasjon er det ikke rom for noen likviditetsrabatt av betydning ved strykning av aksjene. Det er i realiteten ingen andre kjøpere av Polygons aksjepost enn Apax. Dette vil ikke endre seg om selskapet tas av børs.

Konklusjonen blir at det ikke er grunnlag for noen likviditetsrabatt i dette tilfellet. Det påståtte tapet til Polygon er ikke dokumentert.

Når det gjelder de øvrige anførte ulemper i begjæringen, er dette generelle og ordinære konsekvenser av at et selskap tas av børs. Polygon, som profesjonell og institusjonell investor, er i en slik sammenheng ikke i noen utsatt posisjon som begrunner noe så drastisk som en midlertidig forføyning. Dersom retten skulle beslutte dette, vil strykning av aksjen i realiteten ble utsatt med i hvert fall opp mot et år. Dette viser hvordan begjæringen reelt sett er et forsøk på en omkamp i forhold til Børsklagenemndens vedtak av 2. oktober 2015 om ikke å innvilge utsettelse, som Polygon ikke angriper gyldigheten av.

Det må ellers understrekes at flere av de forhold som fremføres i begjæringen til underbygging av en angivelig sikringsgrunn, fremstår som spekulative og ubegrunnede. Eksempelvis at Apax ikke vil ta hensyn til minoritetsaksjonærene. Denne påstanden som er udokumentert, er søkt støttet mot en henvisning til at Apax skal ha gjennomført et oppkjøp uten særlig hensyn til minoritetsaksjonærene. Dersom det hadde vært slik at Apax hadde gått frem på en måte som skadet minoritetsaksjonærene eller som for øvrig gjorde at

oppkjøpsprosessen og vedtakene på generalforsamlingene ble ansett for kritikkverdige, måtte imidlertid de minoritetsaksjonærene som mente seg dårlig behandlet enten møtt opp og forfektet sitt syn samt stemt imot, eller anlagt søksmål etter allmennaksjeloven § 5-22. Hva gjelder Polygon fremstår for øvrig argumentasjonen som merkelig og uten enhver mulig substans. Polygon må anses å ha tiltro til Apax ved at Polygon kjøpte seg opp i Evry og ikke senere har solgt seg ned eller ut.

Under enhver omstendighet vil en forføyning til fordel for Polygon stå i åpenbart misforhold til børsmyndighetens, aksjonærflertallet samt Evrys interesser. Hva gjelder Evrys interesser vises det særlig til det som fremføres i punkt 4 nedenfor.

#### **A). Aksjonærforeningens engasjement.**

Aksjonærforeningen har fremlagt et skriv i saken for å forklare foreningens engasjement, hvilket ble gjort i form av et brev datert 12. oktober 2015. Brevet er avgitt i anledning av saken, og har av den grunn mindre interesse. Videre kommer at brevet inneholder såpass mange feil at det kan virke som om Aksjonærforeningen ikke har satt seg spesielt godt inn i saken. Når det i tillegg ikke fremgår at Aksjonærforeningen representerer noen av minoritetsaksjonærene, fremstår det som om Polygon, som profesjonell og institusjonell investor, har bevirket brevet og ingen av Aksjonærforeningens medlemmer eller noen private aksjonærer som foreningen er opplyst å være til for.

#### **B). Særlig om Evrys interesse i å få aksjen strøket fra børsnotering.**

Evrys interesse i å bli strøket fra børsnotering knytter seg til flere forhold. Etter gjennomføringen av oppkjøpet fra Apax, har EVERY én helt dominerende eier med over 88 % av aksjene. Følgelig er eierkonstellasjonen fastlåst. Selskaper med en slik eiersammensetning oppfyller ikke det forskrifts- og direktivbestemte minstekrav til aksjespredning, og er følgelig ikke egnet for børsnotering. EVERY ville med en slik aksjonærsammensetning ikke kunne bli tatt opp til notering på Oslo Børs, hvilket Børsklagenemnden korrekt har vektlagt i vedtaket.

For Evry medfører en børsnotering ekstra kostnader til Investor Relations, avgifter til Oslo Børs mv. Mer sentralt er likevel det faktum at enhver prosess i selskapet som kan være relevant for prisingen av aksjene, anses som "innsideinformasjon" etter loven når aksjen er notert. Følgelig må dette håndteres svært sensitivt. Dette vil typisk gjelde større kontraktsforhandlinger, samarbeidsavtaler mv. Den børsrettslige informasjonsplikten eksponerer selskapet og dets motparter for en løpende risiko for at man på kort varsel må meddele opplysninger om slike prosesser, ikke bare til selskapets aksjonærer, men til hele offentligheten. Når avtale er inngått, må dette uansett offentliggjøres bredt. Denne *offentligheten* rundt selskapets prosesser og transaksjoner vil kunne ha innvirkning både på prosess, utforming av transaksjon og hvordan ulike motparter opptrer.



Videre innebærer børsnoteringen at informasjon om prosesser som nevnt må håndteres i samsvar med strenge regler, underlagt offentlig påtale med risiko for bøtStraff og ubetinget fengsel. Det gjelder taushetsplikt, plikt til føring av detaljerte lister over alle som får tilgang til informasjonen, handleforbud osv. Dette har innvirkning på hvordan prosessene håndteres internt, noe Evry har gode systemer for. Det som er viktigere i denne sammenheng, er at informasjonens sensitive natur også legger føringer for selskapets dialog og samarbeid med motparter, rådgivere og andre involverte som banker osv. Opplysningene må gis på et strengt need-to-know basis og det må etableres ordninger for informasjonssikring. Samlet sett bidrar dette til selskapets prosesser forvanskes og blir mer omstendelige.

Etter oppkjøp av en PE-aktør som Apax, som nettopp har til formål å ta effektive grep i selskapet, blir de nevnte forhold fort hindrende for selskapets naturlige videre utvikling, og dermed til ulempe for hele aksjonærfellesskapet. Dette gjelder også de minoritetsaksjonærene som ikke har akseptert budet, og som dermed må antas å ha et ønske om å opprettholde sin investering fordi de har tro på at den nye eieren skal klare å skape merverdier. Det blir lite adekvat å skulle reparere disse effektene med noe ekstra ressurser til Investor Relations og personer som skal skrive børsmeldinger, osv.

Fra Polygons side, er det sentrale problemet med å være en aksjonær med 4,5 % eierandel *ikke* at man savner full offentlighet rundt selskapet, slik børsnotering medfører. Denne offentligheten har primært betydning for den som ønsker å kjøpe og selge aksjer løpende, og da særlig mindre investorer og i selskaper med god likviditet i aksjen. Flere av reglene, slik som flaggeplikt og tilbudsplikt, er i tillegg lite relevante når én aksjonær kontrollerer over 88 % av aksjene. Problemet er heller ikke at Polygon mister tilgang til børsens handelssystem.

Med den svært begrensede likviditeten det nå er i Evry-aksjen, er det ikke mulig å selge en post på 4,5 % gjennom handelssystemet, selv ikke med en nokså betydelig rabatt. En slik post må i realiteten selges utenom børs. Dermed har børsnoteringen heller ikke i denne sammenheng særlig betydning.

Det som derimot kan være et problem for Polygon, er at man som minoritetsaksjonær risikerer å bli nedstemt og vil være prisgitt det flertallet i styret vedtar og det hovedaksjonæren stemmer gjennom på generalforsamling. Dette er imidlertid utfordringer som adresseres gjennom det aksjerettslige minoritetsvernet, som gjelder like mye i ikke-børsnoterte som i børsnoterte selskaper. De børsrettslige reglene gir ikke Polygon noe effektivt minoritetsvern i så henseende. Som profesjonell minoritetsaksjonær har Polygon vist seg i god stand til å ivareta sine aksjonærinteresser, jf. sakens dokumenter.

Polygons angivelige økonomiske "tap" ved at selskapet strykes fra børsnotering er selvforskyldt ved at de ikke aksepterte budet i en situasjon der Polygon var innforstått med fare for strykning.

Etter dette la Evry ASA ned slik

#### **P å s t a n d :**

1. Saken avvises og begjæringen tas uansett ikke til følge.
2. Evry ASA tilkjennes sakens omkostninger.

#### **Retten skal bemerke :**

Det understrekes innledningsvis at denne saken ikke gjelder spørsmål om gyldighet av generalforsamlingsvedtak eller styrevedtak som er truffet av aksjeselskapet Evry ASA. Det er heller ingen av selskapets aksjonærer som har reist anfektelsessøksmål omkring disse vedtak.

Denne tvisten gjelder krav fra Polygon som institusjonell minoritetsaksjonær børsnoterte Evry, og hvor Polygon krever at Oslo byfogdembete skal fatte midlertidig rettsavgjørelse for å hindre at Evry strykes fra børsnotering 28. oktober 2015 - slik det er fastsatt ved Børsklagenemndens vedtak 24. august 2015 og nemndens senere beslutning 2. oktober 2015. Polygon krever suspensjon av strykning som er fastsatt i medhold av børsloven § 25, inntil det måtte være oppnådd tingrettsdom for Polygons fastsettelseskrav om at Børsklagenemndens vedtak 24. august 2015 er ugyldig.

Tilsvarende er forføyningssaken her derfor ingen tvist mellom privatrettslige rettssubjekter, men en ren tvist om Børsklagenemnden i egenskap av forvaltningsorgan har fattet et ugyldig forvaltningsvedtak, og hvilke forholdsregler som i så fall skal tas.

Forutsetningene for å bli hørt med et krav om midlertidig forføyning er for det første at saksøkeren Polygon, som har anlagt forføyningssaken, har tilstrekkelig rettslig interesse i å få realitetsprøvet sitt krav for norsk domstol; sml. bestemmelsen i tvisteloven § 1-3.

Dersom Polygon har slik rettslig interesse, og prosessforutsetningene derved anses å være til stede, må retten ta stilling til Polygons anførsel som bygger på at Børsklagenemndens vedtak 24. august 2015 om å stryke Evry fra børsnotering er ugyldig. Det må i tillegg foreligge overbevisende grunner som underbygger at retten nå bør fastsette nærmere forholdsregler som går ut på at strykningsvedtaket 24. august 2015 ikke skal gis rettsvirkning, og at børsnoteringen av selskapet derved vedvarer til tross for den fastsatte

strykningsdato 28. oktober 2015. Polygon - i egenskap av saksøker - skal etter loven sannsynliggjøre at disse sentrale rettsvilkår er oppfylt. Det vises til de nærmere rettsregler i tvistelovens syvende del, kapittel 32 og 34 med hovedvekt på reglene i §§ 32-1 tredje ledd og 34-1 følgende.

Innunder selve realitetsvurderingen av om Børsklagenemndens vedtak 24. august 2015 skal anses ugyldig, reiser det seg et grunnleggende spørsmål om hvor bredt og dypt domstolen skal gå ved sin prøvelse av dette gyldighetsspørsmål.

Retten må dessuten avgjøre de kryssende krav om saksomkostninger.

Retten tar for seg de aktuelle spørsmål i tur og orden, så langt dette er nødvendig for å avsi rettsavgjørelse i denne forføyningssaken som er håndtert som hastesak i tidsnød.

1. Spørsmål om Polygon, som minoritetsaksjonær i Evry, har rettslig interesse etter tvisteloven § 1-3 til å angripe Børsklagenemndens strykningsvedtak for domstolen.

Tvisteloven § 1-3, om søksmålgjenstand, partstilknytning og søksmålsituasjon, har slik ordlyd :

- (1) Det kan reises sak for domstolene om rettskrav.
- (2) Den som reiser saken, må påvise et reelt behov for å få kravet avgjort i forhold til saksøkte. Dette avgjøres ut fra en samlet vurdering av kravets aktualitet og partenes tilknytning til det.

Denne bestemmelsen angir de alminnelige betingelsene for å reise sak for norsk domstol. Bestemmelsen viderefører i det alt vesentligste den nå opphevede tvistemålslov §§ 53 og 54 med tilhørende rettspraksis. Praksis knyttet til denne opphevede lov er av stor betydning for å kaste lys over adgangen til å anlegge rettssak. Selv om bestemmelsen i tvisteloven § 1-3 ikke lenger inneholder selve begrepet "rettslig interesse", slik som ellers fremgikk av den eldre tvistemålslov, er det på det rene etter så vel tvistelovens forarbeider, gammel og ny rettspraksis, samt juridisk teori, at det ved vedtakelsen av tvisteloven § 1-3 har vært den hovedsakelige målsetting å kodifisere den eldre og sentrale rettsforståelse om rettslig interesse.

Forarbeidene til tvisteloven understreker at § 1-3 utgjør en såkalt rettslig standard som innebærer at avgjørelsen av om en sak skal tillates fremmet for domstolene beror på en helhetsvurdering hvor retten av eget tiltak er henvist til å foreta en konkret bedømmelse

av de aktuelle omstendigheter i den enkelte sak. Det er uttalt i flere høyesterettsavgjørelser at retten må vurdere om det er naturlig å rimelig at tvisten bringes inn for prøving i rettsapparatet, sml. bl.a. Rt. 1986 side 308 og Rt. 2008 side. 362. Dersom vilkårene i tvisteloven § 1-3 ikke er oppfylt, skal saken avvises av domstolen ex officio.

Rettsystemets begrepsbruk knyttet til rettslig interesse har videre en beslektet side til forvaltningsrettens begrep om rettslig klageinteresse, jf. forvaltningsloven § 28 første ledd. I denne sammenheng er det opplyst at Børsklagenemnden for sin del, visstnok første gang noensinne, skal ha innrømmet en minoritetsaksjonær forvaltningsrettslig klageinteresse ved her å tillate Polygon klagerett over Oslo Børs' fastsettelse av strykningstidspunktet 28. oktober 2015. Etter en nærmere vurdering av Polygons klage til Børsklagenemnden over strykningstidspunktet, ble det heller ikke i nemnden gitt oppsettende virkning i påvente av domstolsbehandling omkring gyldighetsspørsmålet, jf. nemndens konkrete avveining som fremkommer i dens beslutning 2. oktober 2015. Det er denne nektelse som jo er bakgrunnen for Polygons tilsvarende forføyingskrav fremsatt for retten.

Oslo Børs, i egenskap av saksøkt, har selv ikke nedlagt formell påstand om at saken skal avvises. Retten må allikevel avklare om prosessforutsetningene er til stede for saksanlegg og ved dette fastsette om saken skal avvises eller om saken skal fremmes.

Det kan ikke være tvilsomt at man i denne sak står foran et "rettskrav" slik tvisteloven § 1-3 første ledd er å forstå. Påstand om at et ( bebyrdende ) forvaltningsvedtak er ugyldig, og at dette ikke skal gis rettsvirkning, er helt typisk rettskrav. Den mulige tvil er i stedet knyttet til lovbestemmelsens annet ledd; hvorvidt Polygon - som minoritetsaksjonær - kan anses å ha tilstrekkelig tilknytning til dette krav om påstått ugyldighet av nemndens vedtak.

Evry, som partshjelper, har ovenfor i sitt pkt. 1 fremholdt at saken bør avvises. Dette særlig fordi Børsklagenemnden egentlig ikke i særlig grad skal ha fokusert på spørsmålet om Polygon har rettslig interesse ved saksanlegg om vedtakets materielle ugyldighet, og at nemndens oppmerksomhet fortrinnsvis er rettet mot forvaltningens formelle vurdering av spørsmål om utsatt iverksettelse.

Polygon ved advokat Christian Galtung har med sine anførsler i forføyingsbegjæringen 6. oktober 2015 om rettslig interesse etter tvisteloven § 1-3, og som fremgår foran i denne avgjørelse, gitt en utførlig oversikt over rettskildebildet.

Retten er under sin selvstendige domstolsprøvelse av forvaltningsavgjørelser ikke direkte bundet av forvaltningens egenforståelse av regelen om rettslig klageinteresse etter forvaltningsloven § 28, og enda mindre bundet av forvaltningens betraktninger om rettslig interesse til domstolsbehandling etter tvisteloven § 1-3.

Selv om nemnden for sin del direkte avgjorde spørsmålet om rettslig klageinteresse for Polygon i anledning spørsmål om utsettelse av vedtaket, er det som påpekt av advokat Ristvedt helt korrekt at spørsmålet om rettslig interesse i saksanlegg for domstolene i stedet må være relatert til hovedspørsmålet om vedtakets materielle gyldighet. Retten viser til tvisteloven § 32-1 tredje ledd og § 34-2 første ledd som forutsetter at det må kunne oppnås dom for det krav som søkes sikret ved bruk av midlertidig forføyning. Den nærmere fastsettelse av adekvat forføyningstiltak etter tvisteloven § 34-3 annet ledd annen setning ( i denne sak spørsmålet om suspensjon av Børsklagenemndens vedtak 24. august 2015 ) er kun et midlertidig instrument for å hindre at rettsgoder går tapt før dom er avsagt og avgjørelsen rettskraftig.

Men Børsklagenemnden er inne på dette ved sin beslutning 2. oktober 2015. Det står i beslutningen om dette :

*Børsklagenemnden kan heller ikke se at enkeltaksjonærens adgang til å gå til anførselsmål etter allmennaksjeloven § 5-22 innebærer at det ikke foreligger rettslig klageadgang. Minoritetsaksjonærenes anførsel vil normalt ikke være at generalforsamlingsbeslutningen om å søke om strykning er ugyldig. Anførselen vil regulert være at det er det etterfølgende vedtak av børsmyndighetene som godkjenner søknaden som er ugyldig. En slik anførsel kan ikke fremmes i medhold av allmennaksjeloven § 5-22.*

Det synes etter dette som om Børsklagenemnden, også rent forvaltningsrettslig, har vurdert sitt eget standpunkt på tilsvarende vis som retten. Anses rettslig (klage)interesse å foreligge i relasjon det formelle utsettelsespørsmålet, vil det – a fortiori – ligge vel til rette for at det det også forefinnes rettslig (klage)interesse i tilknytning til det materielle vedtak.

Det tilkommer Stortinget å fastsette lover som regulerer både klagerett og saksanlegg. I mangel av særskilte retningslinjer fra lovgiverhold om utvidelse eller begrensning av slike rettsposisjoner, vil det i kraft av det øvrige rettskildebildet – og sammenhengen i maktapparatet – måtte kunne oppstilles en alminnelig presumsjon for at forvaltningsmessig klagerett gir korresponderende søksmålsrett. Det bør foreligge gode, rettslige grunner for noe annet; særlig dersom man står overfor et angivelig bebyrdende forvaltningsvedtak som påstås å skulle unndras etterfølgende domstolskontroll.

Polygon er minoritetsaksjonær i Evry, men har gjort betydelige investeringer ved oppkjøp av Evry-aksjer. Evry er av børsmyndighetene er blitt hørt med ønsket om strykning fra børsnotering, noe som klart vil kunne utløse aksjekursbevegelser. Det kan anføres at en børsinvestering til enhver tid er et kalkulert spill med penger, og at man særlig i et mindre blomstrende aksjemarked er eksponert for økonomisk tap. Men selv dette rene pengespill synes av lovgiver å skulle anses som et legitimt forhold som må tillegges relevans, jf. utformingen av børsloven § 25 som forplikter børsmyndighetene å ivareta

minoritetsaksjonærenes interesser ved spørsmål om strykning av børsnotert selskap; interesser som fortrinnsvis er av ren pekuniær karakter.

Advokat Galtung har fremmet overbevisende synspunkter om saksøkerens berettigede rettsposisjon etter tvisteloven § 1-3. Børsklagenemnden likeså.

Retten finner etter dette ikke grunn til å foreta noen nærmere autoritativ analyse av spørsmålet om Polygon skulle mangle rettslig interesse i forføyningssaken her, men understreker at det er påvist ytterst få holdepunkter som underbygger at saken skal avvises på et slikt grunnlag.

Dette innebærer at retten vil se nærmere på Polygons krav.

## 2. Nærmere om selve innholdet i domstolsprøvelsen av Børsklagenemndens vedtak.

Det er på det rene at de aktuelle bestemmelser i forvaltningsloven i prinsippet også gjelder for Børsklagenemndens behandling av denne sak, se børsloven § 41 tredje ledd.

Børsklagenemndens vedtak 24. august 2015 er tuftet på børsloven § 25, særlig bestemmelsens første ledd, som lyder slik :

*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.*

Relevant er også lovbestemmelsens fjerde ledd der det står :

*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.*

Domstolen skal fullt ut prøve forvaltningens rettsanvendelse; det vil forvaltningens konkrete bruk av rettsregler. I tillegg vil domstolene kunne vurdere om det foreligger saksbehandlingsfeil ( da særlig i forhold til forvaltningslovens regler og hvilken virkning dette vil få ). Endelig vil domstolene kunne prøve, når skjønsmessige regler er tatt i bruk for å fatte vedtak, om forvaltningen har beveget seg utenfor rammen at det tillatelige administrative skjønn i form av myndighetsmisbruk som gjør et vedtak ugyldig.

Polygon har under marsjen frafalt sin opprinnelige anførsel om at Børsklagenemnden skal ha misforstått den rettslige forståelse av børsloven § 25. Dette medfører at Børsklagenemndens rettsanvendelse ikke volder nevneverdig besvær for retten, selv om partene er uenige om flere rettslige elementer som vil bli vurdert innunder pkt. 3 nedenfor.

Ut over prøvelse av forvaltningens rettsanvendelse, kan som nevnt domstolen også prøve om forvaltningen bygger på feil/ufullstendig faktum ( medregnet saksbehandlingsfeil som følge av at saken har vært ufullstendig eller uriktig belyst eller er for svakt begrunnet etter bestemmelsene i forvaltningsloven §§ 17 og 25 ), og hvilken rettsvirkning slike faktafeil skal få. Det er fra Polygons side her særlig vist at Børsklagenemnden har gjort feil; dels når nemnden har fremholdt at småaksjonærer ikke har protestert på strykningsanmodningen med henvisningen til at dette burde være rimelig klart for nemnden gjennom den undersøkelse som er foretatt av selskapet Computershare, og for øvrig når nemnden feilaktig skal ha lagt til grunn at det nærmest fantes et likedelt syn blant de institusjonelle minoritetsaksjonærer om strykningsforslaget skulle fremmes for Børsen eller ei. Polygon gjør gjeldende at disse anførte faktiske feil gjør vedtaket ugyldig; både ut i fra læren om at vesentlige og relevante feil i seg selv medfører ugyldighet, men også at slik uriktig faktumbruk utgjør saksbehandlingsfeil etter forvaltningsloven § 17 og § 25 – og som sammenholdt med lovens § 41 må føre til at vedtaket av behandlingmessige grunner må anses ugyldig.

Først dersom retten skulle legge til grunn at det foreligger nevneverdig feil i faktum, vil det bli aktuelt å se nærmere på virkningen av faktafeil. Tilsvarende om det skulle foreligge feil under saksbehandlingen etter forvaltningslovens ulike regler, og som etter omstendighetene kan føre til at vedtaket anses ugyldig i lys av forvaltningsloven § 41. Dette behandles nedenfor i pkt. 3 A.

Endelig er domstolene i denne tvisten henvist til å prøve forståelsen av rammeloven og om det skjønnspregede vedtak er utslag av myndighetsmisbruk. I så henseende har Polygon gjort gjeldende at Børsklagenemnden 24. august 2015 har forestått et for snevert skjønn i forhold til minoritetsaksjonærenes interesser og som ikke er blitt tilstrekkelig hensyntatt sett opp i mot hovedeiernes ønske om å ta selskapet av børs, sml. børsloven § 25 første ledd annen setning. Etter Polygons oppfatning må dette resultere i at strykningsvedtaket anses ugyldig. Hvor bredt, og hvor dypt, domstolene skal gå ved prøvelse av slike skjønsmessige forvaltningsvedtak på børsrettens område generelt, og innunder den skjønsmessige avveining etter børsloven § 25 første ledd spesielt, vil retten behandle nedenfor i pkt. 3 B.

3. Rettenns gyldighetsvurdering av Børsklagenemndens vedtak 24. august 2015.

For oversiktens skyld gjengis børsloven § 25 første ledd på ny :

*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.*

Det er i denne sak ubestridt mellom partene at rettsvilkåret etter børsloven § 25 første ledd første setning er oppfylt ved at Evry "ikke lenger tilfredsstillende det regulerte markedets regler eller vilkår" grunnet flere forhold ( så som antall frie aksjer i omløp og aksjens omsetningsvolum på børs ). Det er derved forvaltningsrettslig åpning for å søke å ta selskapet av børs.

Partene er videre enige om at det tilkommer børsmyndighetenes administrative frie skjønn å fastsette om et selskap ( Evry ) skal kunne tas av børs; gitt at de nærmere rettslige lovkriterier for dette skulle være oppfylt.

Uenigheten mellom aktørene er etter dette knyttet til innholdet i børsloven § 25 første ledd annen setning om det "kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne" - i denne sakens sammenheng hovedeierne interesser med Apax i spissen holdt opp mot minoritetsaksjonærene ( Polygon og eventuelt andre minoritetsaksjonærer ). Polygon anfører at det innunder Børsklagenemndens vurdering 24. august 2015 forefinnes faktafeil og saksbehandlingsfeil som behandles i pkt. 3A nedenfor, og at vedtaket er utslag av såkalt myndighetsmisbruk som behandles i pkt. 3 B.

Retten har funnet grunn til å gjengi Børsklagenemndens rettslige merknader ( klagevedtakets pkt. 9 ) :

### **9. Børsklagenemndens vurdering**

*Børsklagenemnden skal bemerke;*

*Ordlyden i børsloven av 2007 § 25 første ledd om strykning av finansielle instrumenter er utformet med sikte på strykning som et virkemiddel fra børsens side. Strykning «kan» skje dersom det finansielle instrumentet «ikke lenger tilfredsstillende det regulerte markedets vilkår eller regler» eller «særlige grunner for øvrig tilsier det». I bestemmelsens andre punktum er fastsatt at strykning likevel ikke kan skje dersom dette kan ventes å medføre «vesentlig ulempe» for eierne av instrumentet eller for markedets oppgaver og funksjon. Situasjonen hvor et selskap søker om*



*strykning er ikke uttrykkelig omtalt. Dette må ses i sammenheng med at bestemmelsen skulle gjennomføre bestemmelser i MiFID i norsk rett.*

*Bestemmelsen er likevel vid nok til i utgangspunktet også å omfatte de såkalte frivillige strykninger. Det fremgår av forarbeidene at gjeldende praksis skulle videreføres og at de tidligere bestemmelsene om strykning etter søknad kunne videreføres ved den hjemmel som ble gitt i fjerde ledd i § 25 til å gi nærmere regler om suspensjon og strykning, jf. NOU 2006: 3 om markeder for finansielle instrumenter side 141, som vist til i Ot.prp. nr. 34 for 2006-2007 side 452. I tråd med dette bestemmer de løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper fra 2013 i punkt 15.1 fjerde ledd at et selskap kan søke om at dets aksjer blir strøket fra børsnoteringen dersom generalforsamlingen har besluttet dette med flertall som ved vedtektsendringer. Denne bestemmelsen tilsvare § 4-10 andre ledd i børsloven fra 1988. I forarbeidene til den fremgikk at en søknad om å bli strøket ikke uten videre bør etterkommes, men at børsen også i slike tilfeller må foreta en selvstendig og konkret vurdering av spørsmålet, jf. Ot. prp. nr. 83 for 1986-1987 side 70. På side 106 i proposisjonen bemerket departementet at «spørsmålet om strykning vil måtte vurderes dersom vilkårene for opptak til notering ikke lenger skulle foreligge».*

*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. Vurderingene 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.*

*EVERY har anført at selskapet ikke lenger er egnet for notering. Hovedpunktene i begrunnelsen for søknaden er at en stor aksjonær eier hele 88 % av aksjene og at det ikke er utsikt til ytterligere spredning. Bare to aksjonærer, begge institusjonelle, stemte i mot strykning ved behandlingen i generalforsamlingen. Selskapet har ikke behov for eller ønske om notering for tilgang til kapital. Det er begrenset likviditet i selskapets aksjer og liten interesse for selskapet på kapitalmarkedet. Mindretallsaksjonærene er gitt exitmuligheter ved frivillig og pliktig tilbud, noe som*

også førte til at antallet aksjonærer ble betydelig redusert. Eierkonstellasjonen er fastlåst.

Mot dette står minoritetsaksjonærenes interesser og behov. De vil miste den beskyttelsen som ligger i børs- og verdipapirhandellovens bestemmelser, herunder om informasjonsplikt og rapportering, og dessuten handelsapparatet med investorbeskyttelse og gjennomlysing av handler. Dette er interesser som normalt inngår forutsetningsvis ved erverv av aksjer på regulert marked.

Det dreier seg i dette tilfellet om et selskap med ca. 650 aksjonærer, hvorav ca. 260 har aksjer med verdi over NOK 10 000. Verdien av aksjene som ikke er eid av Lyngen utgjør totalt om lag NOK 480 millioner. Om sammensetningen av aksjonærmassen er det gitt følgende opplysninger i Oslo Børs merknader til klagen fra EVRY, oversendt 27. juli 2015:

Det er totalt 12 % av aksjene som eies av andre enn hovedaksjonæren. De to aksjonærene som stemte mot forslaget om strykning, Polygon European Equity Opportunity Master Fund og Blackwell Partners LLC (samlet 4,42 %), må anses å være institusjonelle investorer. Det samme gjelder Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) (3,11), Danske Bank (1,31 %) og Deutsche Bank (0,03 %). Til sammen utgjør disse 8,87 % av totalt antall aksjer. Det er en viss mulighet for at underliggende aksjonærer bak forvalterkonti også er slike, men det er mer usikkert. Det er to større forvalterkontoer – registrert på Societe Generale (1,90 %) og JP Morgan (0,93 %) der underliggende aksjonærer ikke er kjent.

Børsklagenemnden legger dette til grunn og viser for øvrig til tabell samme sted over de 15 største aksjonærene pr. 26. juni 2015. EVRY opplyser i brevet 10. august 2015 at selskapet i etterkant av at klagen ble sendt har fått opplyst at de 2 486 000 aksjene som er registrert på forvalterkonto hos JP Morgan Chase Bank, N.A. eies av Credit Suisse. Dette er ikke bestridt i børsens sluttmerknader.

I praksis er det lagt vekt på om minoritetsaksjonærene, iallfall en betydelig del av dem, protesterer mot strykning eller om de aksepterer det eller ikke har innvendinger. Generelt sett kan det være god grunn til å se hen til aksjonærenes holdning til spørsmålet. Aksjonærer som aksepterer strykning, vil det normalt ikke være grunn til å verne ved interesseavveiningen, mens situasjonen vil kunne være annerledes dersom det er bred motstand.

Alle aksjonærene var orientert på ulike måter om at spørsmålet om strykning skulle opp til behandling på generalforsamlingen. Få aksjonærer møtte. Bare seks aksjonærer avga stemme, Lyngen stemte for. Det samme gjorde tre småaksjonærer.

*De to øvrige, Polygon European Equity Opportunity Master Fund og Blackwell Partners LLC, to institusjonelle minoritetsaksjonærer, stemte mot.*

*Om likviditeten og handelen i aksjen opplyser Oslo Børs i vedtaket:*

*Markedsverdien av selskapet er i dag ca. NOK 4,1 milliarder. Selskapets markedsverdi ligger dermed langt over minstekravet for notering på Oslo Børs (NOK 300 millioner), og sammenholdt med den relativt spredte eierstrukturen bør det kunne være like gode muligheter for likviditet i aksjen som mange andre selskaper notert på Oslo Børs. I perioden 11.5.2015 til 11.6.2015 har det vært omsatt 90.075 aksjer til en samlet verdi av NOK 1.333.104. Volum vektet snittkurs for perioden (vwap) er NOK 14,79. Med unntak av noen minutter enkelte dager har det kontinuerlig ligget ordrer (kjøper og selger ordre) i ordreboken som har dannet et prisbilde for aksjen. Spread (differansen i ordreboken mellom beste kjøper og selger) har i perioden hovedsakelig ligget rundt 0,6 kr eller lavere. Totalt har 15 medlemmer deltatt i gjennomføring av handler. Høyeste og laveste kurs i perioden har vært henholdsvis NOK 15,50 og NOK 14,40. Volumet i aksjen har et daglig gjennomsnitt på 4.094 aksjer tilsvarende NOK 60.595.*

*Børsklagenemnden bemerker at vurdert opp mot EVRYs betydelige markedsverdi er handelen forsvinnende lav, og det kan ikke forventes noen betydelig omsetning. Opplysningene om omsetningen og aktiviteten i ordreboken indikerer likevel at det ligger til rette for en viss prisdannelse. At interessen i aksjen er motivert av spekulasjoner om selskapet vil bli strøket eller et høyere tilbud vil bli fremsatt, er det ikke nærmere holdepunkter for.*

*EVRY oppfyller i dag ikke noteringsvilkårene da kravene til spredning (25%) og antall aksjonærer (500 over NOK 10 000) ikke er oppfylt. Dette er krav som normalt vil ha betydning for handelen og prisdannelsen. Selskapet ville ikke ha blitt tatt opp til notering på Oslo Børs med dagens aksjonærstruktur.*

*Endelig nevner Børsklagenemnden at minoritetsaksjonærene er gitt mulighet til å tre ut av selskapet ved først et frivillig og senere et pliktig tilbud. Det pliktige tilbudet ble gitt etter møtet i generalforsamlingen til behandling av strykningsspørsmålet. Som en konsekvens av oppkjøpet og at man ikke oppnådde 90 % akseptgrad, må det i dag sies å foreligge en fastlåst eierkonstellasjon.*

*EVRY gjør i klagen og i bemerkningene til børsens merknader til klagen gjeldende en rekke anførsler mot vedtaket om avslag på søknaden om strykning. Således er gjort gjeldende at vedtaket er basert på uriktige faktiske forutsetninger, at det strider mot etablert praksis og at det foreligger usaklig forskjellsbehandling som bør lede til*

ugyldighet, iallfall til opphevelse. Det er også anført at børsen i merknadene til klagen har endret begrunnelsen for vedtaket.

Når det gjelder det som uttales i vedtaket om den prosentvise stemmefordeling for og mot strykning i denne og andre saker som er trukket frem for å underbygge anførselen om forskjellsbehandling, fremgår det av vedtaket at børsen har bygget på stemmerettsreglene i verdipapirhandellovens § 6-8 femte ledd, men også vært klar over at andel stemmer for strykning ville ha vært 95,21 % dersom Lyngen kunne ha stemt for alle sine aksjer. Oslo Børs har videre i merknadene til klagen redegjort nærmere for aksjonærmassen etter de supplerende opplysningene i klagen fra EVRY og har etter ny vurdering ikke funnet at opplysningene gir grunn til å endre vedtaket. Selv om det er en viss usikkerhet forbundet med opplysningene, kan Børsklagenemnden ikke se at det foreligger feil ved faktum som kan antas å ha hatt betydning for børsens resultat.

Børsklagenemnden kan heller ikke se at Oslo Børs vurderinger er klart endret fra det opprinnelige vedtaket til merknadene til klagen. Når det i vedtaket av 15. juni 2015 under punkt 6.1 om selskapets interesse er uttalt at det i tilfeller hvor selskapet ikke kan vise til at det har gjennomgått endringer som resulterer i brudd på noteringsvilkår eller tilsvarende særlige omstendigheter, skal mer til for å innvilge en søknad, synes dette å referere seg til det som er uttalt om at:

Selskapet er ikke i brudd med andre opptakskrav enn kravene til fri flyt og spredning. Det er en rekke selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess som etter notering har endringer i eierstruktur som medfører at disse opptakskravene ikke er oppfylt. Likviditeten i selskapet er lav, men den er ikke så lav at dette i seg selv medfører at selskapet ikke er egnet for notering. Det foreligger ingen opplysninger som tilsier at det foreligger vesentlige brudd på løpende forpliktelser eller forhold som skulle medføre at selskapet ikke er i stand til å ivareta sine forpliktelser som et børsnotert selskap.

At selskapet i dag ikke ville ha blitt notert, har børsen således ikke ansett å ha særlig betydning slik forholdene her ligger an. For øvrig er merknadene utformet i lys av anførselene i klagen. Det sentrale så vel i vedtaket som i merknadene er hensynet til minoritetsaksjonærene og vurderingen av deres interesser, sammenholdt med andre momenter som handelen i aksjen med videre.

Forholdet til praksis i saker om strykning etter søknad fra selskapet er bredt omtalt i klagen og i EVRYs svar på børsens merknader til klagen. 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 eller usaklig forskjellsbehandling, kan dette medføre ugyldighet. Praksis kan også belyse hensynene i en sak.*

*Avgjørelsen i denne typen saker beror som redegjort for innledningsvis på et bredt skjønn. Det skal foretas en interesseavveining og nærmere vurdering av ulike momenter. Vekten av de ulike momentene vil avhenge av de nærmere omstendighetene. Noen faste kriterier for skjønn 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, noe det heller ikke er her, og i grensetilfeller kan det forhold at strykning tillates i en sak, ikke uten videre gi andre selskaper noe rettskrav på strykning, selv om det skulle være atskillige likhetstrekk. At en avgjørelse er streng, og strengere enn det man tidligere har eksempler på, innebærer heller ikke uten videre noen forskjellsbehandling som medfører ugyldighet.*

*De tidligere sakene som er påberopt i denne saken gjelder Kristiansand Dyrepark ASA, vedtak og uttalelser 2004 side 63, Fosen ASA, vedtak og uttalelser 2008 side 26 og Norman ASA, vedtak og uttalelser 2009 side 46. Stemmefordelingen i disse sakene var henholdsvis 85 % for og 15 % mot, 87,6 % for og 12,4 % mot og 87,57 % for og 12,43 % mot. I disse tre sakene ble søknad om strykning innvilget. Børsen har på sin side trukket frem en avgjørelse som gjaldt Kosmos AS, vedtak av 30. april 1991, der søknad om strykning ble avslått (88 % for, 12 % mot) ved siden av at det mer generelt er vist til saken om 24seven Technology Group ASA om avslag på søknad om strykning fra Oslo Axess, vedtak og uttalelser 2013 side 56.*

*Oslo Børs har pekt på at det i de tre påberopte sakene også var andre forhold som tilsa strykning og ble tillagt vesentlig vekt, herunder at selskapet hadde gjennomgått store endringer som resulterte i brudd på noteringsvilkår, fastlåst eierkonstellasjon, forutgående oppkjøpstilbud og fusjon betinget av strykning. Enkelte av disse momentene gjør seg også gjeldende i foreliggende sak. Av vedtakene fremgår at avgjørelsene har berodd på et skjønn der Oslo Børs etter en samlet vurdering kom til at hensynet til de små minoritetsaksjonærene ikke talte tilstrekkelig tungt mot strykning. Avgjørelsene synes også å ha vært grensetilfeller som påpekt uttrykkelig i saken om Norman ASA. EVRY anfører at det ikke har forekommet tidligere at selskap der en aksjonær eier 88 % av aksjene ikke har fått innvilget sin søknad. Etter Børsklagenemndens syn gir dette ikke grunnlag for å hevde at det har skjedd en praksisomlegging, og det som foreligger av praksis kan etter Børsklagenemndens syn i det hele ikke gi EVRY noe rettskrav på å få sin søknad innvilget.*

*Men børsens praksis vil, som nevnt, også kunne belyse skjønnsutøvelsen. Oslo Børs' avgjørelse i denne saken er streng, strengere enn de tidligere vedtakene som*

*nemnden er kjent med. Dette er tydeliggjort ved de opplysningene om sammensetningen av minoriteten som har kommet frem under klagebehandlingen. Selv om det er gode grunner for å legge terskelen for vern av minoritetsaksjonærer høyt, er det ikke dekning i rettskildene for at det skal være tilnærmet umulig å få strøket et selskaps aksjer fra notering med mindre man eier 90 % av aksjene og kan tvangsinnløse minoritetsaksjonærene.*

*Ca. 12 % av aksjene i selskapet eies av andre enn Lyngen. Etter det som nå er opplyst er dette i det alt vesentlige institusjonelle investorer. Polygon European Equity Opportunity Master Fund og Blackwell Partners LLC eier samlet 4,42 % og Skandinaviska Enskilda Banken AB, Danske Bank, Deutsche Bank og Credit Suisse samlet 5,38%. Det er overveiende sannsynlig at også flere underliggende aksjonærer er institusjonelle. Den andelen som eies av aksjonærer som ikke kan betegnes som profesjonelle – småaksjonærene – er således meget liten, selv om det er et visst antall aksjonærer, jf. at selskapet har rundt 650 aksjonærer.*

*Et tema i saken har vært hva man kan slutte av stemmegivningen på generalforsamlingen om minoritetsaksjonærenes holdning til spørsmålet om strykning og betydningen av dette.*

*Av småaksjonærene møtte tre på generalforsamlingen og stemte for strykning. Dette er så få at Børsklagenemnden ikke finner å kunne tillegge deres stemmegivning vekt. De aller fleste småaksjonærene møtte ikke. Etter Børsklagenemndens syn kan man ikke ut fra den lave deltakelsen utlede noen tilslutning til strykningen fra de småaksjonærene som ikke møtte. På den andre siden kan heller ikke det motsatte legges til grunn. Spørsmålet må da vurderes ut fra mer allmenne vurderinger av den beskyttelsen som ligger i børs- og verdipapirrettens regelverk, uten vektlegging av småaksjonærenes holdning til strykning.*

*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.*

*De to selskapene som møtte og stemte mot strykning på generalforsamlingen eier samlet 4,42 % av aksjene, de øvrige institusjonelle minoritetsaksjonærene en noe større andel. Det må kunne forventes at institusjonelle aksjonærer møter og stemmer dersom de er motstandere av strykning. Børsklagenemnden må således legge til grunn at synet på strykning var delt blant de institusjonelle aksjonærene. Det er da vanskelig å se at hensynet til dem bør ha særlig vekt i saken.*

*Det som man etter dette står igjen med som det sentrale ved interesseavveiningen, er selskapets interesse i å bli strøket mot interessene til småaksjonærene.*

*Selskapet har etter oppkjøpet en stor hovedaksjonær, 88 % eierandel, som ønsker selskapets aksjer strøket fra notering – en interesse som må hensyntas.*

*Etter Børsklagenemndens syn må det tillegges vekt at småaksjonærenes andel av aksjene er meget liten, selv om antallet småaksjonærer ikke er ubetydelig. Det er riktignok fortsatt en viss likviditet i aksjen som kan ha betydning for dem. Men vekten av dette begrenses noe av at omsetningen er særdeles liten i forhold til selskapets størrelse og verdi. Det har videre betydning at minoritetsaksjonærene er gitt mulighet til å tre ut av selskapet, først ved det frivillige tilbudet, og ikke minst ved det pliktige tilbudet etter generalforsamlingen. De kunne da ikke basere seg på at børsen ville nekte strykning. Det er også en kjensgjerning at ingen av småaksjonærene protesterte mot strykning. Hvilken betydning det ville ha hatt om det hadde vært betydelige protester, har Børsklagenemnden ikke foranledning til å gå inn på her.*

*Strykning er åpenbart ikke en vesentlig ulempe for markedets oppgaver og funksjon. Samlet sett er nemnden kommet til at det heller ikke kan sies å være en vesentlig ulempe for minoritetsaksjonærene.*

*Klagen tas etter dette til følge. Børsens vedtak oppheves og strykning innvilges.*

*Tidspunktet for strykningen må fastsettes av Oslo Børs.*

Retten bemerker at Børsklagenemndens vedtak var enstemmig. Oslo Børs fastsatte deretter strykningstidspunktet til 28. oktober 2015, og dette er stadfestet gjennom Børsklagenemndens beslutning 2. oktober 2015.

### 3 A Rettens vurdering av påståtte fakta- og saksbehandlingsfeil.

Retten kan fullt ut prøve om det foreligger noen form for feil i faktum som kan medføre at Børsklagenemndens vedtak 24. august 2015 er ugyldig.

Retten vil innledningsvis - på generelt grunnlag - bemerke at forhistorien som munnet ut i Evrys søknad om strykning av aksjene fra børsnotering, og hvorledes dette ble fulgt opp overfor børsmyndighetene med protester fra Polygon, utvilsomt har vært godt kjent i alle ledd i forvaltningen. Evry og Polygon har overfor begge instanser ytret seg i klare ordelag om strykningsspørsmålet. Dette ble gjort først for Oslo Børs ved Børsstyret som vurderte strykningsspørsmålet etter Evrys søknad og Polygons innvending, og senere etter inngitt klage. Saksdokumentene ble så overlatt Børsklagenemnden som også hadde utfyllende

innlegg fra begge aksjonærgrupper. Det foreligger etter rettens skjønn ingen overbevisende holdepunkter som tilsier at Polygons synspunkter ikke er mottatt, ei heller at Polygons synspunkter skulle være misforstått av Børsklagenemnden.

Polygon har særlig fokusert på et par uttalelser som står å lese på side 21 i Børsklagenemndens vedtak der nemnden adresserer minoritetsaksjonærene i Evry, og hvor nemnden på to ulike steder fremholdt :

*Det er en kjensgjerning at ingen av småaksjonærene protesterte mot strykning.*

Og den påfølgende setning der det står å lese :

*Hvilken betydning det ville hatt om det hadde vært betydelige protester, har Børsklagenemnden ikke foranledning til å gå inn på her.*

Under generalforsamlingen i Evry var det forsvinnende liten motstand fra ikke-institusjonelle småaksjonærer. Dette er påvist i detalj av Børsklagenemnden innunder nemndens premissgivning inntatt foran i de rettslige merknader pkt. 3. Unnlatt protest fra småaksjonærer på dette stadium, synes gjennomgående å ha blitt tillagt vekt både av Oslo Børs og Børsklagenemnden, og fremstår å være i pakt med børsmyndighetenes innarbeidede forvaltningspraksis som er påvist av Oslo Børs ved advokat Elgesem. Protestinngivelse på dette stadium overfor aksjeselskapets egne organer, hvor det fortsatt er en viss mulighet til å mobilisere aksjonærmassen gjennom markert og tydelig motstand mot fremsatt strykningsforslag, fremstår samtidig som den mest naturlige og relevante vei å starte protestaksjon. Børsmyndighetenes praksis sammenfaller dessuten med uttalelser i NOU 2006:3 side 140, sitert i Ot. prp. nr. 34 (2006-2007) s 215 :

*Slik søknad vil normalt ikke etterkommes hvis en vesentlig del av minoritetseierne kan bli skadelidende og disse har stemt mot strykning på generalforsamling.*

Det er heller ikke tvilsomt at Børsklagenemnden, også her klart og konsist, har fått med seg hvorledes de institusjonelle minoritetsaksjonærer forholdt seg under generalforsamlingen ( og som ikke på noen måte er gjenstand for juridisk disputt innunder denne forføyningstvist der det sentrale tema dreier seg om gyldigheten av Børsklagenemndens vedtak ).

Polygons påstand om at Børsklagenemnden faktisk har tatt feil gjennom den først siterte setning ovenfor om at "ingen småaksjonærer stemte mot strykning" synes for retten som både riktig og gjeldende i forhold til børsmyndighetenes offentligrettslige behandling av strykningsspørsmålet.



Også den annen siterte påfølgende setning om "hvilken betydning det ville hatt om det hadde vært betydelige protester" kan etter rettens oppfatning heller ikke sees å representere noen feilaktig faktumgjengivelse av Børsklagenemnden. Det fremgår klart og tydelig i nemndens vedtak at klageorganet var vel kjent med undersøkelsen utført av Computershare og hva den gikk ut på forbundet med innhenting av spørsmål om småaksjonærene misbilliget strykningsvedtaket.

Retten ser det derfor slik at de ovennevnte sitater fra Børsklagenemnden dels er myntet på manglende oppslutning blant ikke-institusjonelle småaksjonærer på generalforsamlingen; og de samme småaksjonærers unnlatte, selvstendig protestinngivelse overfor børsmyndighetene i anledning den offentligrettslige pågående strykningsprosess for Børsstyret og senere Børsklagenemnd.

Retten kan heller ikke finne det sannsynliggjort at det forekommer nevneverdig feil i nemndens gjengivelse av faktum i forhold til de institusjonelle minoritetsaksjonærers innretning; løsrevet fra om disse ( særlig de ulike bankenes aksjeporteføljer i Evry ) alle skulle ha stemmerett for sin portefølje eller ei.

Polygons påståtte faktafeil ( av noen nevneverdig betydning ) er etter rettens oppfatning ikke blitt påvist. Det er derfor ikke aktuelt for retten å legge til grunn at vedtaket bygger på feil faktum som kan medføre ugyldighet, ei heller gjøre seg nærmere refleksjoner om forholdet til forvaltningsloven § 17 sammenholdt med § 41.

De saksbehandlingsmessige krav til begrunnelse av forvaltningsvedtak knyttet til faktabruk etter forvaltningsloven § 25 bør kunne utledes av Isene-dommen i Rt. 1981 side 745 :

*Når det gjelder et vedtak så inngripende som det foreliggende, skjerpes kravene til begrunnelsen. Det må fremgå at vedtaket er truffet etter et saklig og forsvarlig skjønn. Ikke minst må dette gjelde når resultatet av vedtaket umiddelbart fremtrer som så lite rimelig som tilfellet er her. I denne sak etterlater departementets avgjørelse tvil om alle relevante forhold har vært overveiet... ..*

...

*Jeg savner videre en nærmere vurdering av om det på lengre sikt foreligger en interesseovervekt til fordel for eiendomsarrondering - som departementet har trukket i forgrunnen - fremfor opprettholdelse av en jordbrukers eksistensgrunnlag innen næringen. Disse mangler ved begrunnelsen kan tyde på en svikt ved selve avgjørelsen. Vedtakets viktighet for Isene og hans behov for å verne vesentlige interesser tilsier etter min mening at den reelle mulighet som her foreligger for at departementets mangelfulle begrunnelse kan ha hatt betydning for vedtakets innhold, må føre til at vedtaket kjennes ugyldig. Vedtaket gjør det ikke mulig å avgjøre om departementet har lagt en riktig rettsoppfatning til grunn.*

Retten kan imidlertid vanskelig se det skulle foreligge brudd på begrunnelsesplikten I forhold til prinsippet forankret i forvaltningsloven § 25 og Isene-dommen. Begrunnelsen som sådan, og da særlig sett i sammenheng med Børsklagenemndens forutgående faktafremstilling som ikke er inntatt i denne rettsavgjørelse, fremstår snarere som forbilledlig.

Polygons anførte faktafeil er etter rettens oppfatning uttrykk for det relevante rettsbildet; slik *Børsklagenemnden* så på saken, og for nemnden en tilstrekkelig dekkende beskrivelse av de aktuelle forhold klageorganet selv mente skulle hensyntas innunder strykingsvurderingen. I hvilken utstrekning det måtte være korrekt om Børsklagenemnden eventuelt har ignorert eller desavuert de insitusjonelle minoritetsaksjonærers og de øvrige småaksjonærer hvis interesse bl.a. er søkt belyst gjennom Computershare-undersøkelsen, beror derimot på forhold som går på skjønnsvurderingen løs, og som behandles nedenfor i pkt. 3 B.

### 3 B Retten vurdering av Polygons påstand om utvist myndighetsmisbruk.

Høyesterett har, bl.a. gjennom sitt prejudikat i Naturfredningsdommen i Rt. 1995 side 1427, fremholdt at domstolene skal kunne tolke hjemmelsloven for så å trekke opp de nærmere rammer for forvaltningens frie skjønn. I denne avgjørelsen uttalte Høyesterett at "domstolene bør være tilbakeholdne med å fravike det faglige skjønn" som lå til grunn for et fredningsvedtak etter naturmangfoldloven § 37.

I en annen avgjørelse, Reinbeitdommen inntatt i Rt. 2004 side 1092, uttalte Høyesterett at den nærmere vurderingen av om "særlige hensyn" foreligger er et skjønn som domstolene bør være tilbakeholdne med å foreta.

Børsloven § 25 første ledd fastsetter at et aksjeselskap "kan" suspenderes eller strykes på nærmere fastsatte kriterier. Et slikt børsfaglig skjønn, om strykning bør skje eller ei, kan ikke overprøves av domstolene. Bestemmelsen tilkjennegir imidlertid et uttrykkelig forbud mot strykning dersom det "kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne".

Hva som ventelig kan medføre vesentlig ulempe for eierne, beror etter rettens klare oppfatning på utpregede børsfaglige betraktninger der det må utvises bredde og dybde av utpreget skjønnsmessig karakter.

Forarbeidene til børsloven omtaler nettopp domstolens prøvelsesadgang av Børsklagenemndens vedtak. Det står å lese i Ot. prp. nr. 54 ( 1988-1989 ) pkt. 3.3:

*Nemndens avgjørelser er forvaltningsvedtak og gyldigheten kan prøves for domstolene som for andre forvaltningsvedtak. Den vil være et uavhengig,*

*særlig børserettslig sakkyndig og domstolslignende organ som vurderer saken i annen instans etter omfattende saksbehandling i første instans ( saksforberedelse i en administrasjon med høy faglig kompetanse og vedtak i et kollegialt organ, børsstyret ). Nemndens særtrekk må få konsekvenser for domstolsprøvelsen. Det må forutsettes at nemndens avgjørelser blir tillagt betydelig vekt av domstolene. Det følger av de alminnelige forvaltningsrettslige regler og praksis om domstolenes prøvelse av forvaltningsavgjørelser.*

*Departementet vil understreke at saksområdets art tilsier at domstolene bør være særlig tilbakeholdne ved en eventuell prøvelse. Det dreier seg om et marked hvor forvaltningsorganet - børsen - i kraft av sin overvåkningsfunksjon vil ha rask og sikker tilgang på informasjon og en særlig nærhet til markedet. Dette overvåknings- og informasjonsapparatet vil stå sentralt ved tilretteleggelsen av børsstyrets avgjørelser etter børsregelverket og ved behandlingen av denne typen saker generelt. Reaksjonene vil ofte være situasjonsbestemte og iverksatt av hensyn til markedet. Det kan være vanskelig i ettertid å overprøve faglige beslutninger som er truffet av børsen av hensyn til verdipapirmarkedet. Klagenemndens formål er å sørge for rettssikkerhetsgarantier ved prøvelse av saksbehandling og avgjørelsenes materielle innhold.*

Lovkonsipistene har ved dette pålagt domstolene å vie Børsklagenemndens faglige vurderinger betydelig vekt.

Men domstolens prøvelsesadgang på dette rettsområdet er ytterligere innsnevret når det dreier seg som sak om midlertidig forføyning. Departementet påpeker i ovennevnte proposisjon i samme pkt. 3.3 at domstolene bør utvise særlig tilbakeholdenhet ved saker om midlertidig forføyning. Der står avslutningsvis å lese :

*At mye står på spill for parten, kan for så vidt tale for å etterkomme en begjæring om midlertidig forføyning, og at en part for øvrig får anledning til å prøve sine synspunkter for domstolene. Men på dette spesielle området vil et slikt standpunkt redusere virkningen av myndighetenes arbeid med å håndheve rettsreglene i betydelig grad. Ved opprettelsen av et særskilt klageorgan og spesielle saksbehandlingsregler vil man på dette området ha gitt tilstrekkelige rettssikkerhetsgarantier. Domstolskontrollen vil etter dette særlig være en etterfølgende kontroll ved ugyldighets- og/eller erstatningssøksmål.*

Børsklagenemnden, som domstolsliknende ekspertorgan på verdipapirrettens område, har i vedtaket 24. august 2015 gjort seg opp inngående børsfaglige avveininger forbundet med rettsspørsmålet om det "kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne". Etter det retten kan se, har nemnden i sitt vedtak for det første fanget opp og iaktatt alle de relevante, sentrale sider som naturlig skal veies opp mot hverandre.

Retten konstaterer dernest at Børsklagenemnden ikke bare har lagt vekt på hovedaksjonærens ( Apax') og Evrys eget ønske om strykning. Også interessen til minoritetsaksjonærene, både de institusjonelle og de ikke-institusjonelle, er viet en del plass og oppmerksomhet innunder nemndens skjønnsmessige vurderinger.

Børsklagenemndens vedtak er svært omfattende.

Polygon har fremholdt at nemndens skjønn har sviktet ettersom særlig de ikke-institusjonelle minoritetsaksjonærs interesser knapt synes hensyntatt. Til dette siste punkt melder det i og for seg et spørsmål om Polygon i en sak om midlertidig forføyning er i posisjon til å skulle påberope utenforståendeinteressen til minoritetsaksjonærer, og vel da fortrinnsvis de 206 småaksjonærer som har valgt å krysse av på spørreskjema til Computershare og meddelt at de er i mot strykning av Evry fra Oslo Børs. Om ivaretagelse av slike tredjemannsinteresser har Høyesterett uttalt seg kritisk i en forføyningssak vedrørende Atlantis medisinske høgskole, men som retten ikke har tid til å slå opp og som uansett finnes å være av underordnet interesse ettersom Aksjonærforeningen tross er bragt på banen som partshjelper for ivaretagelse av småaksjonærs alminnelige rettigheter.

For det tilfellet at også disse ikke-institusjonelle småaksjonærs interesse allikevel skulle finnes å være relevante ved denne domstolsvurdering, konstaterer retten - for så vidt som påvist også av Polygon - at absolutt alle minoritetsaksjonærer er gitt mulighet til å avvikle porteføljen av Evry-aksjer ved enten å godta først det frivillige oppkjøpstilbud fra Apax, og deretter det pliktige oppkjøpstilbud fra Apax. I denne sammenheng fremholder retten at Evry også synes å ha vært tilstrekkelig transparent forut for generalforsamlingsmøte hvor det er bekjentgjort at selskapet vil søke seg tatt av børs.

Polygon har for egen del understreket at Evry-investeringen vil kunne avføde betydelig tap; enten ved å slå til på oppkjøpstilbudene eller ut i fra den ventede porteføljeverdi etter at selskapet er strøket fra børsnotering. Dette er imidlertid helt alminnelige risiki forbundet med å spekulere i verdipapirer, men som jo uttrykkelig inngår i den vurdering Børsklagenemnden har foretatt.

Børsklagenemnden har i sine premisser flere steder uttalt og vurdert hensynet til minoritetsaksjonærene. Deler av premissen gjengis på ny om akkurat dette :

*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.*

- - - - -

*Mindretallsaksjonærene er gitt exitmuligheter ved frivillig og pliktig tilbud, noe som også førte til at antallet aksjonærer ble betydelig redusert. Eierkonstellasjonen er fastlåst.*

- - - - -

*Mot dette står minoritetsaksjonærenes interesser og behov. De vil miste den beskyttelsen som ligger i børs- og verdipapirhandellovens bestemmelser, herunder om informasjonsplikt og rapportering, og dessuten handelsapparatet med investorbekyttelse og gjennomlysing av handler.*

- - - - -

*Endelig nevner Børsklagenemnden at minoritetsaksjonærene er gitt mulighet til å tre ut av selskapet ved først et frivillig og senere et pliktig tilbud.*

- - - - -

*Selv om det er gode grunner for å legge terskelen for vern av minoritetsaksjonærer høyt, er det ikke dekning i rettskildene for at det skal være tilnærmet umulig å få strøket et selskaps aksjer fra notering med mindre man eier 90 % av aksjene og kan tvangsinnløse minoritetsaksjonærene.*

- - - - -

*Et tema i saken har vært hva man kan slutte av stemmegivningen på generalforsamlingen om minoritetsaksjonærenes holdning til spørsmålet om strykning og betydningen av dette.*

- - - - -

*Av småaksjonærene møtte tre på generalforsamlingen og stemte for strykning. Dette er så få at Børsklagenemnden ikke finner å kunne tillegge deres stemmegivning vekt. De aller fleste småaksjonærene møtte ikke. Etter Børsklagenemndens syn kan man ikke ut fra den lave deltakelsen utlede noen tilslutning til strykningen fra de småaksjonærene som ikke møtte. På den andre siden kan heller ikke det motsatte legges til grunn. Spørsmålet må da vurderes ut fra mer allmenne vurderinger av den beskyttelsen som ligger i børs- og verdipapirrettens regelverk, uten vektlegging av småaksjonærenes holdning til strykning.*

- - - - -

*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.*

- - - -

*Det som man etter dette står igjen med som det sentrale ved interesseavveiningen,  
er selskapets interesse i å bli strøket mot interessene til småaksjonærene.*

- - - -

*Etter Børsklagenemndens syn må det tillegges vekt at småaksjonærenes andel av  
aksjene er meget liten, selv om antallet småaksjonærer ikke er ubetydelig. Det er  
riktignok fortsatt en viss likviditet i aksjen som kan ha betydning for dem. Men vekten  
av dette begrenses noe av at omsetningen er særdeles liten i forhold til selskapets  
størrelse og verdi.*

Ovennevnte bruddstykker fra Børsklagenemndens vedtak viser at nemnden gjennomgående skjeler hen til samtlige minoritetsaksjonærers interesser, og som veies opp mot hovedeiers ønskemål om strykning.

Det er ikke tvilsomt at det vedtak som er fattet etter børsloven § 25 bygger på et bredt og sammensatt skjønn, av børsfaglig karakter. Den mer inngående og detaljerte prøvelse av nemndens avveining knyttet til de enkelte aksjonærgruppers interesser, satt opp mot andre aksjonærgruppers interesser, utgjør etter rettens skjønn en type forvaltningsskjønn som bare bør kunne settes til side av domstolen ved eklatant disharmonisk skjønnsutøvelse. I denne sammenheng påpeker retten at Polygon ikke på noe vis har godtgjort at Børsklagenemndens utviste skjønn faller innunder en slik kategori, og vedtaket kan ikke sees å være utslag av myndighetsmisbruk.

Sett hen til hva en domstol bør kunne prøve av dette tema i en forføyningssak, fremstår Børsklagenemndens vedtak som uangripelig.

Dette innebærer at Børsklagenemndens vedtaket 24. august 2015 ikke kan anses ugyldig, hvoretter Polygons forføyningsskrav ikke kan tas til følge. Det er etter dette ikke aktuelt for retten å se nærmere på spørsmål om sikringsgrunn, eller andre mulige rettslige hindre.

4. Sakens omkostninger.

Saksøkeren Polygon har fremsatt samlet omkostningskrav stort kr. 418.125 etter oppgave. Saksøkte Oslo Børs har fremsatt omkostningsoppgave med samlet krav stort kr. 454.504. Aksjonærforeningen som partshjelper har ikke inngitt krav. Mens partshjelperen Evry har inngitt samlet krav etter oppgave med kr. 594.008.

Polygon har protestert på kravet fra partshjelperen Evry, og mener dette kravet er for høyt.

Det er på det rene at saksøkte Oslo Børs ASA med støtte av partshjelperen Evry ASA har vunnet saken fullt ut. Etter hovedregelen i tvisteloven § 20-2 første ledd skal den som vinner saken i utgangspunktet ha erstattet de kostnader som er påløpt i saken fra den tapende part. Retten finner ikke faktiske forhold eller rettslige grunner som åpner for å gjøre unntak fra lovens hovedregel.

Alle tre kravshavere har nedlagt påstand om at de hver i sær skal "tilkjennes saksomkostninger". Ansvarssubjekt er ikke angitt i aktørenes saksomkostningspåstand.

Tvisteloven § 20-6 har bestemmelse om solidaransvar dersom det er flere tapende "parter". Det fremgår av forarbeider og juridisk teori at denne regel også kommer til anvendelse overfor partshjelpere.

I denne sak, hvor Aksjonærforeningen selv verken har ytret seg muntlig eller skriftlig ( bortsett fra et opplest brev ), og hvor deltakelsen utelukkende er av formell karakter, finner retten i medhold av tvisteloven § 20-6 første ledd at det er Polygon alene som skal gjøres saksomkostningsansvarlig. Det vises for så vidt til Rt. 2009 side 1062.

Det skal etter tvisteloven § 20-5 første ledd ytes "full erstatning for saksomkostnader", så langt kostnadene har vært "nødvendige" og omkostningskravet finnes "rimelig". Saksøkeren Polygon blir etter dette saksomkostningsansvarlig først og fremst overfor Oslo Børs ASA for det påståtte omkostningsbeløp stort kr. 454.504 som retten finner lovmedholdelig.

Polygon skal også holdes omkostningsansvarlig overfor Evry ASA. Polygon har protestert mot denne partshjelpers omkostningskrav som utgjør nesten kr 140.000 mer enn sin hovedparts omkostningskrav ( og nesten kr. 180.000 mer enn saksøkerens eget krav ).

Det følger av omkostningsoppgaven til Oslo Børs at det er nedlagt 45 timers arbeid frem til innsendelse av tilsvar. Intervenienten Evry, som kom på banen gjennom etterfølgende partshjelp, har i tiden før sitt prosesskrift arbeidet 61 timer. I perioden deretter, frem til de muntlige forhandlinger ble påstartet 19.oktober 2015, skal Børsen ha arbeidet ytterligere

55 timer, og Evry 59 timer. Deretter har de begge avsatt 16 timer for rettsmøte og etterarbeid.

Retten finner det klart at Evrys omkostningskrav mot Polygon er alt for høyt og må reduseres betydelig.

Tvisteloven § 20-5 er en proporsjonalitetsregel der siktemålet etter forarbeidene er å stramme inn på salærutmåling med henimot 30 % i forhold til det som var alminnelig forekommende etter den tidligere tvistemålslov. Evry har i denne sak, både i kraft av sin etterfølgende inntreden som partshjelp men også i lys av de allerede velfunderte dokumentinngivelser fra saksøker og saksøkte, nærmest kommet til "dekket bord". Retten finner megen visdom i Polygons første setning i sitt eneste inngitte prosesskrift 16. oktober 2015 der det uttales : "Evry har nedenfor forsøkt å være seg bevisst posisjonen som partshjelper". Selv om Evry har innehatt en meget sentral rolle i denne forføyningssak, med betydelige selskapsinteresser å skulle ivareta, vil det – i denne saken mer enn noen annen – kunne forventes at Børsen og aksjeselskapet utveksler synspunkter og fastsetter opplegg hvor verken klient eller motpart eksponeres for unødig høye omkostninger. I hvilken utstrekning det er utvist slik samforstand med Børsen som innga sitt utfyllende tilsvaer 13. oktober 2015 vites ikke. Retten konstaterer imidlertid at brorparten av Evrys betraktninger, både i forhold til prosesskrift og under de muntlige forhandlinger, allerede var trukket opp av Børsen ved dets forutgående tilsvaer og innledningsforedrag i rettsmøtet som varte en dag. Retten finner at omkostningskrav stort kr. 300.000, alle forhold tatt i betraktning, må anses som fullgod erstatning.

### **S l u t n i n g :**

1. Begjæring 6. oktober 2015 fra Polygon European Equity Opportunity Master Fund v/Polygon Global Partners LLP tas ikke til følge.
2. I saksomkostninger betaler Polygon European Equity Opportunity Master Fund v/Polygon Global Partners LLP til Oslo Børs ASA kr. 454.504 innen to uker etter forkynnelse av denne kjennelse.
3. I saksomkostninger betaler Polygon European Equity Opportunity Master Fund v/Polygon Global Partners LLP til Evry ASA kr. 300.000 innen to uker etter forkynnelse av denne kjennelse.

Retten hevet

  
Terje Reinholdt Johansen  
Dommer



## **Vedlegg 2**



## BORGARTING LAGMANNSRETT

### KJENNELSE

---

**Sagt:** 17.11.2015

**Saksnr.:** 15-171822ASK-BORG/04

**Dommarar:**

Lagdommar  
Lagdommar  
Lagdommar

Halvard Leirvik  
Steingrim Bull  
Petter Chr. Sogn

---

Ankande part	Polygon European Equity Opportunity Master Fund	Advokat Christian Fredrik Galtung
Partshjelper (§15-7)	Aksjonærforeningen i Norge	Advokat Christian Fredrik Galtung
Ankematpart	Oslo Børs ASA	Advokat Frode Elgesem
Partshjelper (§15-7)	Evry ASA	Advokat Per Magne Ristvedt

Saka gjeld krav om mellombels åtgjerd, jf. tvistelova kapittel 34. Det blir kravd rettsleg avgjerd for at Oslo Børs ASA (Oslo Børs) skal ta opp selskapet Evry ASA (Evry) til notering på børsen igjen etter at selskapet 30. oktober 2015 blei stroke på grunnlag av vedtak i Børsklagenemnda.

Evry blei notert på Oslo Børs i 1999. Evry-konsernet er eit av dei største innan informasjonsteknologi (IT) i Norden. Konsernet har hovudkontor i Bærum, har om lag 10 000 tilsette og ein årleg omsetnad på ca. 13 milliardar kroner.

Polygon European Equity Opportunity Master Fund (Polygon) har vore aksjonær i Evry sidan november 2010 og eig i dag ca. 4,5 % av aksjane i selskapet.

Ei gruppe investorar, av partane omtalt som Apax, kjøpte seg på eit tidspunkt opp i Evry og eig i dag ca. 88 % av aksjane. Apax tok initiativ til at Evry ikkje lenger skulle vera notert på Oslo Børs.

I børsmelding 8. desember 2014 varsla Apax om frivillig tilbod om oppkjøp av samtlege aksjar i Evry. Tilbodet var på kr 16 per aksje. Det blei samstundes varsla at Apax ville ta initiativ til å løysa inn med tvang dei resterande aksjane. Det gjekk også fram av børsmeldinga at Apax ynskte å ta Evry av børsen.

Den endelege fristen for å godta det frivillige tilbodet gjekk ut 25. februar 2015. Apax hadde då kontroll over ca. 88 % av aksjane. Dette var for lite til at Apax kunne krevja å løysa inn dei andre aksjane med tvang. Dette krev ein eigardel på minst 90 %.

Styret i Evry kalla inn til to ekstraordinære generalforsamlingar som blei haldne 23. mars 2015, kl. 10.00 og kl. 12.00. I den første generalforsamlinga blei det valt nytt styre i Evry. I den andre generalforsamlinga blei det treft vedtak om å betala utbytte med kr 3,76 per aksje. Vedtaket blei treft etter framlegg frå det nye styret. Vedtaket innebar ein kostnad på i overkant av 1 milliard kroner (kr 1 005 195 456) for Evry. I den andre generalforsamlinga blei det dessutan treft vedtak om å gje styret fullmakt til å "utarbeide og sende strykningssøknaden til Oslo Børs". Framlegget om stryking blei støtta av alle aksjonærane som hadde møtt opp på generalforsamlinga, med unntak av Polygon og Blackwell Partners LLC. Eit fåtal aksjonærar var til stades på generalforsamlinga.

I samsvar med reglane om tilbodspflicht i verdipapirhandellova § 6-1 fremja Apax i etterkant av generalforsamlinga eit pliktig tilbod om kjøp av samtlege aksjar. Tilbodet var på kr 12,24 per aksje. Dette tilsvara det frivillige tilbodet på kr 16 per aksje med frådrag av utbetalt utbytte på kr 3,76 per aksje. Det frivillige tilbodet blei berre akseptert av aksjonærar som representerte 0,18 % av aksjane, noko som svara til 1,43 % av dei aksjane som ikkje allereie var eigd av Apax.

I april 2015 engasjerte Polygon selskapet Computershare Denmark A/S (Computershare) til å gjennomføra ei spørjeundersøking blant samtlege aksjonærer i Evry om kor vidt desse var for eller imot fortsatt børsnotering av Evry. Undersøkinga blei gjennomført i perioden 16. – 28. april 2015. Det er opplyst av Polygon at undersøkinga blei sendt ut til 1181 aksjonærer. Blant dei som svarte, var det eit stort fleirtal som meinte at Evry framleis burde vera notert på børsen.

Polygon tok skriftleg kontakt med Oslo Børs og gjorde gjeldande at Evry ikkje kunne strykast frå børsen. Resultata frå undersøkinga til Computershare blei lagt fram. Den 15. juni 2015 avslo Oslo Børs søknaden om stryking. Evry klaga over vedtaket til Børsklagenemnda, som tok klagen til følgje. Børsklagenemnda trefte såleis 24. august 2015 vedtak om å godta søknaden om stryka Evry frå børsen.

Polygon kravde då at vedtaket om stryking ikkje blei sett i verk før det var prøvd for domstolane, jf. forvaltningslova § 42. Børsklagenemnda trefte 2. oktober 2015 vedtak om ikkje å ta til følgje kravet om slik oppsettande verknad. Oslo Børs fastsette at siste dag med notering av Evry skulle vera 28. oktober 2015.

Polygon fremja 6. oktober 2015 krav om mellombels åtgjerd til Oslo byfogdembete. Saksøkt var Oslo Børs. Aksjonærforeningen i Norge hadde for Oslo byfogdembete status som partshjelpar for Polygon, medan Evry hadde status som partshjelpar for Oslo Børs.

Polygon la for Oslo byfogdembete ned påstand om at Oslo Børs skulle bli forbode å stryka aksjane i Evry ASA frå notering inntil Oslo tingrett hadde avsagt dom i sak om kor vidt vedtaket til Børsklagenemnda 24. august 2015 var gyldig.

Oslo byfogdembete sa 27. oktober 2015 orskurd med slik slutning:

1. Begjæring 6. oktober 2015 fra Polygon European Equity Opportunity Master Fund v/Polygon Global Partners LLP tas ikke til følge.
2. I saksomkostninger betaler Polygon European Equity Opportunity Master Fund v/Polygon Global Partners LLP til Oslo Børs ASA kr. 454.504 innen to uker etter forkynnelse av denne kjennelse.
3. I saksomkostninger betaler Polygon European Equity Opportunity Master Fund v/Polygon Global Partners LLP til Evry ASA kr. 300.000 innen to uker etter forkynnelse av denne kjennelse.

Polygon sendte 28. oktober 2015 brev til Oslo Børs med oppmoding om at børsen ikkje gjennomførte stryking av Evry før Borgarting lagmannsrett hadde tatt stilling til anke over orskurden frå Oslo byfogdembete. Oslo Børs svarte i brev 28. oktober 2015 at børsen ikkje fann grunnlag for å utsetja gjennomføringa. Oslo Børs endra likevel datoen for siste notering frå 28. til 30. oktober 2015.

Polygon gav 29. oktober 2015 fråsegn om anke over orskurden. I anken er det ikkje i klartekst opplyst om kva som utgjer ankegrunnane, jf. tvistelova § 29-9 tredje ledd bokstav f, men lagmannsretten legg til grunn at anken rettar seg mot bevisvurderinga og rettsbruken til Oslo byfogdembete. I ankefråsegna er det oppført at Aksjonærforeningen gjer gjeldande partshjelp også for lagmannsretten, og grunnlaget for dette er utdjupa i seinare prosesskriv. Lagmannsretten legg til grunn at det ikkje er omstridd at vilkåra for partshjelp er oppfylt, jf. tvistelova § 15-7 andre ledd.

Prosessfullmektigen til Polygon sendte 29. oktober 2015 e-postar til Oslo byfogdembete og Borgarting lagmannsrett med oppmoding om at ankesaka blei sendt til lagmannsretten straks, og om at lagmannsretten tok stilling til anken utan at det låg føre anketilsvar. Det blei vist til at Evry elles ville bli stroke frå børsen ved avsluttinga av børsens opningstid neste dag.

Saksførebuande dommar i lagmannsretten sendte 29. oktober 2015 e-post til Oslo byfogdembete og til Polygons prosessfullmektig. I e-posten gjekk det fram at lagmannsretten hadde vedtatt at ankesaka skulle bli førebudd av Oslo byfogdembete på vanleg måte, og at det var opp til Oslo byfogdembete å ta stilling til frist for anketilsvar. Det gjekk vidare fram at lagmannsretten hadde gjort ei førebels vurdering av ankesaka, og at lagmannsretten hadde konkludert med at det ut frå omsynet til forsvarleg behandling var uaktuelt for lagmannsretten å ta stilling til saka innan 30. oktober 2015, slik Polygon hadde oppmoda om.

Oslo Børs inngav tilsvar datert 29. oktober 2015. Oslo byfogdembete sende ankesaka over til Borgarting lagmannsrett ved brev datert 30. oktober 2015 kl. 10.40. Saksdokumentane blei overlevert lagmannsretten med bod noko seinare same dag.

Den 30. oktober 2015 gav Evry fråsegn om partshjelp også for lagmannsretten. Evry inngav samstundes anketilsvar til lagmannsretten. Lagmannsretten legg til grunn at det ikkje er omstridd at Evry oppfyller vilkåra for partshjelp for lagmannsretten, jf. tvistelova § 15-7 andre ledd.

Polygon og Aksjonærforeningen inngav 30. oktober 2015 prosesskriv til lagmannsretten med merknader til anketilsvara frå Oslo Børs og Evry.

Polygon og Aksjonærforeningen inngav 2. november 2015 prosesskriv til lagmannsretten der det blei lagt ned endra påstand sidan Evry på dette tidspunktet allereie hadde blitt stroke frå børsen. Polygon la ned påstand om at Oslo Børs skulle bli pålagt å ta opp igjen noteringa av Evry, og at dette pålegget skulle gjelda for tidsrommet fram til det låg føre dom frå Oslo tingrett i hovudsaka om kor vidt vedtaket til Børsklagenemnda er gyldig.

Polygon og Aksjonærforeningen inngav 4. november 2015 nytt prosesskriv med supplerande merknader til lagmannsretten.

Oslo Børs inngav 5. november 2015 prosesskriv med supplerande merknader til lagmannsretten. Det same gjorde Evry. Både Oslo Børs og Evry gjorde no prinsipalt gjeldande at kravet om mellombels åtgjerd skulle bli avvist.

I brev 6. november 2015 gav lagmannsretten frist til 9. november 2015 for nye merknader frå Polygon, blant anna til spørsmålet om avvising. Lagmannsretten opplyste samstundes at den la til grunn at ankesaka var klar for avgjerd når denne fristen hadde gått ut.

Polygon kom i prosesskriv 9. november 2015 med nye merknader.

Ankande part, **Polygon**, og partshjelparen, **Aksjonærforeningen**, har i korte trekk gjort gjeldande:

Orskurden til Oslo byfogdembete byggjer på at hovudkravet – at vedtaket til Børsklagenemnda er ugyldig – ikkje er sannsynleggjort. Oslo byfogdembete har her tatt feil.

For lagmannsretten har Polygon og Aksjonærforeningen valt å spissa saka, og det blir no berre gjort gjeldande eitt grunnlag for at vedtaket til Børsklagenemnda er ugyldig: At Børsklagenemnda ikkje trekte inn i vurderinga at mange mindretalsaksjonærar protesterte mot strykinga på annan måte enn ved å ta til motmæle under den ekstraordinære generalforsamlinga. Det blir vist til undersøkinga til Computershare og til ulike brev og e-postar frå aksjonærane.

Polygon angriper *ikkje* det skjønnet som er utøvd av Børsklagenemnda. Partane er samde om at omgrepet "vesentlig ulempe" i børslova § 25 første ledd inneber eit børsfagleg skjønn, der omfanget av domstolane si prøving bør vera avgrensa på same måte som for "kan-skjønnet". Skjønnet knytt til kva som er tenleg ("kan") og fagskjønnet ("vesentlig ulempe") smeltar såleis i realiteten saman til eitt samla skjønn, der omsynet til minoritetsaksjonærane står sentralt.

Ved prøving av forvaltningsvedtak med fritt skjønn er det særleg viktig at domstolane kan prøva om forvaltningsorganet har forstått lova rett, og om saksbehandlinga, inkludert grunngevinga for vedtaket, held mål.

Oslo byfogdembete har med urette lagt til grunn at domstolane bør vera særleg tilbakehaldne med å overprøva forvaltninga gjennom bruk av mellombels åtgjerd i saker om børslova. Retten har misforstått lovforarbeida, jf. Ot. prp. nr. 54 (1988-89) punkt 3.3.

Poenget i lovforarbeida er at Børsklagenemnda er tiltenkt ei slik rolle og ein slik fagleg autoritet at det sjeldan vil vera behov for å fremja krav om mellombels åtgjerd. Det er ikkje grunnlag for å forstå lovforarbeida slik at kompetansen til domstolane er annleis i desse sakene enn kva som normalt er tilfellet.

Det må leggjast til grunn som eit faktum at per 26. mai 2015 så hadde 201 av dei 650 mindretalsaksjonærane protestert mot strykinga av Evry gjennom undersøkinga gjennomført av Computershare. Aksjonærane som mottok undersøkinga, fekk vita at protestane som kom fram på denne måten, ville bli formidla vidare til Oslo Børs. Børsklagenemnda blei gjort kjent med protestane, men ut frå vedtaket synest det ikkje som at protestane er vurdert og vektlagt. Det heiter i vedtaket til Børsklagenemnda:

Det er også en kjensgjerning at ingen av småaksjonærene protesterte mot strykning. Hvilken betydning det ville ha hatt om det hadde vært betydelige protester, har Børsklagenemnden ikke foranledning til å gå inn på her.

Når protestane via undersøkinga til Computershare ikkje er tatt med i vurderinga til Børsklagenemnda, så har Børsklagenemnda lagt til grunn anten feil faktum eller feil rettsbruk. Dei omtalte protestane er utvilsamt rettsleg relevante.

Protestane låg føre før det blei treft vedtak av Oslo Børs og Børsklagenemnda, men etter den ekstraordinære generalforsamlinga i Evry. På den ekstraordinære generalforsamlinga hadde Apax uansett naudsynt fleirtal med 2/3 av røystene. Det ville såleis ikkje innverka på resultatet om mindretalsaksjonærane møtte fram eller ikkje på generalforsamlinga.

Det er uttrykk for feil rettsbruk når Oslo Børs hevdar at protestar som kjem i etterkant av generalforsamlinga, ikkje kan ha vekt. Allmennaksjelova § 5-22 kan ikkje oppfattast slik at mindretalsaksjonærane må gå til søksmål om vedtaket i generalforsamlinga i staden for å fremja protestar andsynes forvaltninga i saka om stryking. Dersom det er slik at Børsklagenemnda har forstått rettsreglane på same måte som Oslo Børs, så byggjer Børsklagenemndas vedtak på feil rettsbruk.

At mindretalsaksjonærane var usamde i vedtaket i generalforsamlinga, utgjorde ikkje noko rettsleg grunnlag for å ta ut søksmål etter allmennaksjelova § 5-22 med påstand om at vedtaket i generalforsamlinga var ugyldig. Det er tale om eit lovleg fatta vedtak i Evry om å søka om stryking frå børsen. For mindretalsaksjonærane er det meir tenleg å argumentera i samband med det seinare forvaltningsvedtaket fordi forvaltningsorganet også skal ta omsyn til interessene og synspunkta til mindretalsaksjonærane. I vedtaket til Børsklagenemnda 2. oktober 2015 knytt til spørsmålet om oppsettande verknad er det korrekt peikt på dette poenget ved vurderinga av om mindretalsaksjonærane hadde rettsleg klageinteresse.

Ut frå ordlyden i børslova § 25 er det ikkje haldepunkt for at det gjeld noko krav om at mindretalsaksjonærane må protestera allereie på tidspunktet for generalforsamling. Ved vurderinga av vilkåret "urimelig ulempe" må forvaltninga også ta omsyn til protestar som kjem seinare. Ei slik forståing av børslova § 25 har støtte i juridisk teori, jf. Per Anders Sæhle: TFF-2004-3.

Mindretalsaksjonærane visste at det ville vera til fånytte å protestera under generalforsamlinga. I innkallinga var det ikkje gjeve nokon informasjon som tilsa at oppmøte på generalforsamlinga var naudsynt for å kunna gjera gjeldande protest knytt til den etterfølgjande behandlinga i forvaltninga.

I tillegg til at det blir gjort gjeldande at Børsklagenemnda har bygd på feil rettsbruk, blir det gjort gjeldande saksbehandlingsfeil fordi det av grunngevinga til Børsklagenemnda ikkje går fram om nemnda tok omsyn til det store talet på klager som kom fram ved undersøkinga til Computershare. Feilen kan ha verka inn på konklusjonen, og vedtaket til Børsklagenemnda er difor ugyldig.

I orskurden til Oslo byfogdembete er det ikkje tatt stilling til Polygons argumentasjon om at manglande vektlegging av dei nemnde protestane inneber ein feil ved rettsbruken til Børsklagenemnda. Orskurden er mangelfull. Det ligg føre sikringsgrunn etter tvistelova § 34-1 første ledd bokstav a og/eller bokstav b. Dersom aksjane ikkje blir tatt opp igjen til notering innan rimeleg tid, vil skadane og ulempene ikkje vera mogleg å utbeta.

Ei stryking av selskapet fram til hovudkravet blir avgjort, vil innebera at aksjonærane mistar det vernet som ligg i ei notering på børsen. At Evry i eit kort tidsrom ikkje har vore notert, utgjer derimot ikkje nokon vesentleg skade for dette vernet. Eit kort tidsrom utan notering vil heller ikkje føra til vesentleg skade for omsetningsverdien til aksjane.

Reglane til Oslo Børs om børspause, suspensjon og mellombels stryking viser at verdipapir gjerne kan vera utelukka frå handel i ein periode, for seinare å bli notert på ny. Oslo Børs sin praksis underbyggjer at det å ta opp igjen eit selskap til notering, må reknast som ei rutinesak for børsen.

I sak 5/2009 for Børsklagenemnda blei det lagt til grunn at det ville vera kurant å notera på ny ei aksje dersom eit vedtak om stryking etter kort tid blei kjent ugyldig.

Situasjonen hadde vore annleis dersom det var tale om ei aksje som var unotert i lang tid. Det er difor urealistisk at Evry, dersom selskapet held fram med å vera unotert, skal bli tatt opp igjen til notering som følge av ein rettskraftig dom i hovudsaka. Ein rettskraftig dom ligg langt fram i tid. At det i eit slikt tilfelle kan bli gjeve mellombels åtgjerd for at aksjane skal vera notert i tidsrommet fram til dom i første instans, blir støtta av avgjerd i Rt. 2000 side 1293.



Det er ikkje uvanleg at eit vedtak om stryking blir kjent ugyldig og oppheva. Det blir vist til sak om Solør Bioenergi Holding AB. Selskapet blei stroke 26. august 2015, men strykinga blei oppheva to månader seinare etter klage til Finansdepartementet.

At Polygon kan krevja erstatning dersom vedtaket til Børsklagenemnda blir kjent ugyldig, vernar ikkje Polygons interesser på ein slik måte at det fjernar behovet for mellombels åtgjerd. At eit forvaltningsvedtak er ugyldig, utløyser ikkje utan vidare krav på erstatning. For at staten skal vera erstatningspliktig, må nokon på vegne av staten eller børsen ha handla aktlaust. Det blir vist til Rt. 2010 side 291. Ei langvarig stryking vil truleg redusera verdien av aksjane dramatisk. Erstatningsinstituttet vernar ikkje Polygon mot dette tapet.

Ei avgjerd om mellombels åtgjerd vil ikkje innebera ulemper for Oslo Børs eller Evry som står i noko openbart mishøve til Polygons interesser. Det er tale om irreversible skadar for Polygon. Ei forlenga notering i 6-10 månader, fram til dom i tingretten, inneber ikkje vesentlege ulemper for Oslo Børs eller Evry.

Det er ikkje noko prosessuelt til hinder for at lagmannsretten tar til følgje den endra påstanden. Situasjonen skil seg frå Rt. 2001 side 995 der Høgsterett la til grunn at domstolane normalt ikkje kan seia dom for realiteten i saker om kor vidt eit forvaltningsvedtak er gyldig. Rt. 2001 side 995 gjaldt situasjonen der forvaltninga har gjeve avslag på søknad om løyve eller andre føremoner. Situasjonen er annleis der domstolen tar stilling til forvaltningsvedtak som inneber ulemper eller byrder for borgarane. I slike saker inneber ein dom for at vedtaket er ugyldig, at vedtaket blir utan rettsverknad. Det same gjeld for vedtak som er til gunst for nokon og til ulempe for andre.

Det blir vist til Schei: Tvisteloven, kommentarutgåve (2. utgåve) side 1151 og 1152. Det er ikkje noko til hinder for at domstolen i sak om mellombels åtgjerd kan gje pålegg om at Evry skal bli tatt opp igjen til notering. Ei stryking av selskapet er ikkje noka eingongshending, men ein vedvarande tilstand. Ei mellombels åtgjerd vil utsetja gjennomføringa. Det er ikkje slik at "toget har gått" sjølv om stryking har skjedd. Det må vera mogleg å få mellombels åtgjerd for at fortsett stryking ikkje skal bli gjennomført, på same måte som t.d. ein advokat kan krevja mellombels åtgjerd for å få tilbake advokatløyvet dersom advokatløyvet har blitt tilbakekalla. Det blir vist Rt. 2003 side 223 som gjeld ein liknande situasjon.

At eit selskap blir tatt opp igjen til notering på børsen fordi eit vedtak om stryking er ugyldig, er rettsleg sett noko anna enn å vedta ny notering av eit tidlegare unotert selskap. I sistnemnde tilfelle må andre vilkår – vilkår for opptak på børsen – vera oppfylt.

Det er lagt ned slik påstand:

1. Oslo Børs ASA pålegges innen en frist på én uke fra forkynnelsen av lagmannsrettens kjennelse å gjenoppta notering av Evry ASA-aksjen inntil Oslo tingrett har avsagt dom i sak om gyldigheten av Børsklagenemndens vedtak av 24. august 2015.
2. Polygon Global European Equity Opportunity Master Fund v/Polygon Global Partners LLP pålegges å reise søksmål om gyldigheten av Børsklagenemndens vedtak av 24. august 2015 innen to uker etter at Borgarting lagmannsrett har avsagt kjennelse i nærværende forføyningssak.
3. Polygon Global European Equity Opportunity Master Fund v/Polygon Global Partners LLP tilkjennes sakskostnader for tingrett og lagmannsrett.

Ankemothparten, **Oslo Børs**, har i korte trekk gjort gjeldende:

Oslo byfogdembete sin orskurd er korrekt når det gjeld resultatet, og Oslo Børs kan også slutta seg til grunngevinga.

Byfogdembetet har korrekt lagt til grunn at det ved skjønnsutøvinga skal leggjast vekt på vurderingane til Børsklagenemnda, og at det skal mykje til for at domstolane kan setja til sides desse vurderingane. Dette er i samsvar med generelle forvaltningsrettslege prinsipp og dessutan med dei særskilte omsyna som gjer seg gjelende i saker om børsnotering, jf. forarbeida til børslova. Det følgjer av lovforarbeida at det normalt ikkje bør vera rom for å bruka mellombels åtgjerd for å hindra at vedtak i Børsklagenemnda blir sett i verk. Dette på grunn av den særskilte innsikta til Børsklagenemnda, og på grunn av dei spesielle tilhøva og behova til aktørane på dette forvaltningsområdet.

Vedtaket til Børsklagenemnda byggjer på det som kom fram under generalforsamlinga i Evry. Dette er i samsvar med fast praksis og har dessutan støtte i forarbeida til børslova og i reelle omsyn. Det er generalforsamlinga som er rett forum for at aksjonærane skal gje uttrykk for eigne synspunkt. Polygon kunne ha tatt initiativ til motstand mot framlegget til stryking allereie i forkant av generalforsamlinga. Polygon kunne alternativt, i samarbeid med andre mindretalsaksjonærer, gjort bruk av regelen i allmennaksjelova § 5-7 andre ledd og kravd ny generalforsamling om spørsmålet.

Etter børslova § 25 skal det bli tatt omsyn til interessene til alle aksjonærer. Det er ikkje vist særskilt til mindretalsaksjonærer, men generelt til "eierne av instrumentet". Det følgjer av praksis at det skal bli tatt omsyn til interessene til ordinære, profesjonelle mindretalsaksjonærer – der det har kome til uttrykk ein klar motstand i generalforsamlinga. Både *om* det skal leggjast vekt på protestar, *i kva grad* det skal leggjast vekt på protestar og *i kva situasjonar* ein protest er relevant, er spørsmål som ligg innanfor det frie, faglege skjønnnet som domstolane ikkje skal gripa inn i.

Den nye påstanden til Polygon for lagmannsretten inneber at ankesaka uansett må bli avvist. Det ligg føre to alternative grunnlag som begge må føra til avvising.

For det første inneber endringa av påstanden at anken gjeld eit nytt krav som ikkje blei behandla av Oslo byfogdembete, noko som er i strid med tvistelova § 29-4 første ledd. For Oslo byfogdembete var ramma for saka at Polygon gjorde gjeldande som hovudkrav at vedtaket til Børsklagenemnda var ugyldig. Eit slikt hovudkrav kan uansett ikkje leia fram til Evry blir tatt opp igjen til notering på børsen når selskapet først har blitt stroke. Polygons endring for lagmannsretten inneber difor at det opphavlege hovudkravet har blitt fråfalle og erstatta med eit nytt hovudkrav – om at Evry skal bli tatt opp til notering på børsen. Eit krav om slik notering reiser andre retts spørsmål enn eit krav om dom for at vedtaket i Børsklagenemnda er ugyldig. I denne situasjonen må Polygon reisa ny sak for Oslo byfogdembete om mellombels åtgjerd. Det er ikkje mogleg å endra karakteren til saka på denne måten i ein ankerunde.

For det andre oppfyller ikkje Polygon kravet til rettsleg interesse for lagmannsretten, jf. tvistelova § 1-3. Polygon hevdar at kravet i hovudsaka er dom for at Børsklagenemndas vedtak er ugyldig. Det er ikkje noko poeng for Polygon å få ein slik dom når Evry no allereie har blitt stroke frå børsen. Det blir vist til Rt. 1990 side 131 og Rt. 2000 side 503 som illustrasjon.

Kravet til sikringsgrunn er uansett ikkje oppfylt. Eit krav om at Evry skal bli tatt opp igjen til notering mot selskapets eigen vilje, er både rettsleg og faktisk uråd å gjennomføra. Ei notering kan ikkje skje utan at dei mange opptakskrava er oppfylt, som det er på det reine at Evry ikkje oppfyller. I tillegg kjem at ei avgjerd om å påby notering vil innebera at domstolen tar stilling til realiteten i eit svært skjønnsmessig vurderingstema, noko som domstolane ut frå gjeldande lære ikkje skal gjera, jf. Rt. 2001 side 995 og Flock: Midlertidig sikring side 58-59. Domstolen må nøya seg med eventuelt å slå fast at eit vedtak er ugyldig og senda saka tilbake til forvaltninga. Polygon kan ikkje oppnå noko meir ved å krevja mellombels åtgjerd. Ei avgjerd om påby notering vil dessutan innebera føregripen fullbyrding av det reelle hovudkravet i strid med tvistelova § 34-1, jf. Rt. 2003 side 1165 og Flock: Midlertidig sikring side 99.

Det er lagt ned slik påstand:

Prinsipalt:

1. Begjæringen om midlertidig forføyning avvises.

Subsidiært:

2. Anken forkastes.

I begge tilfeller:

3. Oslo Børs ASA tilkjennes saks kostnader for lagmannsretten.

Partshjelpear til ankemotparten, **Evry**, har i korte trekk gjort gjeldande:

Polygon er eit opportunistisk hedgefond i London som har sett i gang denne prosessen berre for å pressa fram ein høgare pris for Polygons aksjar i Evry. Polygon kjøpte seg opp i Evry etter at det blei kjent at Evy skulle seljast. Polygon har posisjonert seg for å prøva å blokkera ei stryking av selskapet. Polygons krav om mellombels åtgjerd inneber misbruk av rettssystemet.

Orskurden til Oslo byfogdembete er korrekt. Partane er samde om at Evry ikkje lengre oppfyller vilkåra for å bli notert på Oslo Børs. Den undersøkinga som blei gjennomført av Computershare, er utan bevisverdi. Det var Polygon som einsidig presenterte premissane i undersøkinga. Aksjonærane fekk berre høve til å svara ja eller nei – det var ikkje rom for å gje uttrykk for nyansar. Ei slik undersøking kan av openbare grunnar ikkje jamstellast med situasjonen dersom aksjonærane hadde møtte i generalforsamlinga og stemt i mot framlegget om stryking. Det var ingen aksjonærar som i etterkant av generalforsamlinga sette fram motsegner til Evry, eller som vurderte å ta ut søksmål om vedtaket i generalforsamlinga.

Evry er samd med Oslo byfogdembete i vurderinga av at vedtaket til Børsklagenemnda er "uangripelig". Vedtaket er kanskje det mest grundige som Børsklagenemnda har fatta i dei seinare åra.

Etter at Polygon endra påstanden for lagmannsretten, må anken uansett bli avvist.

Polygon manglar rettsleg interesse i kravet om mellombels åtgjerd. Forarbeida til børslova, jf. Ot. prp. nr. 54 (1988-89), må tolkast slik at det ikkje er høve til å krevja mellombels åtgjerd knytt til ei avgjerd frå Børsklagenemnda.

Uansett er det sikker rett at domstolane som hovudregel ikkje kan avgjera realiteten ved prøving av eit forvaltningsvedtak. Dette gjeld også i saker om mellombels åtgjerd. Det blir vist til Rt. 2001 side 995. Når Polygon krev at Oslo Børs skal bli pålagd å treffa avgjerd om å notera Evry på børsen i tidsrommet fram til dom i Oslo tingrett, så inneber dette eit krav om rettsleg avgjerd for realiteten i eit forvaltningsvedtak. Oslo Børs må sjølv avgjera om det skal skje notering. Det blir blant anna vist til børsforskrifta § 4 som slår fast at det er børsen som marknadsplass som skal sørjja for at selskap som blir tatt opp til notering, er eigna for dette.

Det finst ikkje nokon rettsleg heimel for at domstolane kan vedta at Evry skal bli tatt opp igjen for notering på Oslo Børs. Lagmannsretten har ikkje rettsleg høve til å ta påstanden til følge, og i denne situasjonen manglar Polygon rettsleg interesse, jf. tvistelova § 1-3.

Det er usikkert om Oslo Børs *sjølv* har rettsleg høve til å vedta at Evry igjen skal bli tatt opp til notering. Dette er uansett ei vurdering som børsen *sjølv* må gjera ut frå dei konkrete omstenda i kvar einskild sak. Den saka som Polygon har vist til, Børsklagenemndas sak 5/2009, gjev ikkje haldepunkt for noko anna. Det kan i alle høve ikkje vera slik at domstolane kan vedta at eit selskap, i dette tilfellet Evry, skal vera notert i eit bestemt tidsrom – her fram til dom i tingretten. Oslo Børs må til ei kvar tid *sjølv* avgjera om vilkåra for notering er til stades.

Eit eventuelt vedtak om at Evry skal bli tatt opp igjen til notering vil utløysa ei rekke kompliserte problemstillingar av børsrettsleg art. Dette er problemstillingar som domstolane vanskeleg kan ta stilling til. Det vil til dømes vera eit spørsmål om Evry etter eit slikt vedtak må følgja dei løpande pliktene til noterte selskap. Det er tidlegare lagt til grunn at det rettslege grunnlaget for slike plikter er basert på kontrakt mellom Oslo Børs og selskapet. Ein slik kontrakt må reknast som bortfalt då Evry fekk medhald i at selskapet skulle bli stroke.

Alternativt må anken bli avvist fordi Polygon har sett fram eit nytt krav for lagmannsretten. Evry sluttar seg her til argumentasjonen i prosesskriv frå Oslo Børs. Kravet til sikringsgrunn er uansett ikkje oppfylt. Polygon har tidlegare hevda at dersom Evry blei stroken frå børsen, så ville det som følgje av dette oppstå "irreversibel" skade. Det er ikkje truverdig eller haldbart når Polygon no hevdar noko anna.

Polygon har ikkje interesser i saka som tilseier at kravet skal bli tatt til følgje. Polygon er ein stor og profesjonell aktør som er godt i stand til å vareta eigne interesser andsynes Evry *sjølv* om selskapet ikkje er notert på børsen. Ei børsnotering vil i praksis ikkje gjera det noko enklare for Polygon å få omsett aksjeposten på 4,5 %. Det er ikkje rett når Polygon hevdar at stryking påverkar verdien av aksjeposten. Likviditeten til Evry-aksjane fall kraftig allereie før selskapet blei tatt av børsen. Det er ikkje haldepunkt for at ei ny notering vil auka handelen med aksjen.

Ny notering av Evry vil vera eigna til å svekkja tilliten til Evry og til Oslo Børs. Desse skadeverkandane står i klart mishøve samanlikna med føremonene for Polygon. Det er lagt ned slik påstand:

Prinsipalt:

1. Begjæringen om midlertidig forføyning avvises, eventuelt: Saken heves.

Subsidiært:

1. Anken forkastes.

I begge tilfelle:

2. Polygon European Equity Opportunity Master Fund v/Polygon Global Partners LLP dømmes til å betale EVERY ASAs sakskostnader for Borgarting lagmannsrett.

## **Lagmannsrettens merknader:**

Etter tvistelova § 29-15 første ledd blir anke over orskurd normalt avgjort etter skriftleg behandling. Lagmannsretten meiner at det ikkje ligg føre omsyn som tilseier unntak i dette tilfellet, jf. tvistelova § 29-15 andre ledd.

Lagmannsretten har kome til at ankesaka skal bli heva fordi det, etter at Oslo Børs har gjennomført stryking av Evry medan ankesaka stod for lagmannsretten, ikkje er mogleg å utforma ei mellombels åtgjerd slik at den sikrar hovudkravet samstundes som ei åtgjerd held seg innanfor rammene for kompetansedeling mellom domstolane og forvaltninga.

Lagmannsretten nemner først at Oslo Børs og Evry begge har hevda at anken skal bli avvist fordi anken gjeld eit krav som ikkje blei behandla av Oslo byfogdembete, jf. tvistelova § 29-4 første ledd jf. tvistelova § 32-2. Lagmannsretten deler ikkje dette synet. Polygon pretenderer for lagmannsretten å ha det same hovudkravet som Polygon pretenderte for Oslo byfogdembete, nemleg at vedtaket til Børsklagenemna 24. august 2015 er ugyldig. Den endringa som Polygon har gjort for lagmannsretten, gjeld utforminga av påstanden for kravet om mellombels åtgjerd. Lagmannsretten viser til at endringa av påstanden skuldast at Evry blei stroke frå børsen 30. oktober 2015. Etter at selskapet blei stroke, gav det inga meining å påstå mellombels åtgjerd for at Oslo Børs skulle bli forbode å gjennomføra ei stryking. Dersom det her hadde vore tale om eit ordinært søksmål, ville ei slik endring blitt oppfatta som eit nytt krav, og kravet ville ha blitt tillate for ankeinstansen i medhald av 29-4 andre ledd bokstav b. I sak om mellombels åtgjerd er ikkje dette situasjonen, fordi det her uansett følgjer av tvistelova § 34-3 andre ledd andre punktum at domstolen står fritt til å avgjera kva ei avgjerd om mellombels åtgjerd skal gå ut på, jf. Hans Flock: Midlertidig sikring side 241. Polygons krav er difor både for tingretten og lagmannsretten eit krav om mellombels åtgjerd. Det er rettsleg sett ikkje slik at lagmannsretten skal ta stilling til noko nytt krav, sjølv om påstanden har blitt endra.

Oslo Børs og Evry har dessutan hevda at anken skal bli avvist fordi Polygon ikkje lengre har reelt behov for dom for hovudkravet, jf. tvistelova § 1-3 andre ledd. Polygon på si side hevdar at ein dom for at Børsklagenemndas vedtak er ugyldig, vil ha innverknad på rettsstillinga til Polygon. Lagmannsretten finn ikkje grunn til å ta stilling til dette, fordi lagmannsretten meiner at anken, vurdert på eit anna grunnlag, uansett ikkje kan føra fram.

Det er uomstridd at Evry blei stroke frå notering på Oslo Børs ved avslutninga av opningstida til børsen fredag 30. oktober 2015. Polygon hevdar at strykinga skjedde på grunnlag av eit ugyldig vedtak i Børsklagenemnda. Lagmannsretten legg til grunn at Polygons krav om mellombels åtgjerd er basert på eit synspunkt om at Polygon til ei kvar tid blir påført skader og ulemper når Evry held fram med å vera unotert, og at det er tale om skader og ulemper som etter sin art ikkje kan avhjelpast på annan måte enn ved at Evry blir tatt opp igjen til notering.

Det er av Polygon ikkje peikt på andre moglege åtgjerder, jf. tvistelova § 34-3 første ledd, enn at Oslo Børs blir pålagt å ta opp igjen noteringa av Evry. Etter lagmannsrettens eiga vurdering ligg det heller ikkje føre andre tenkjelege åtgjerder.

Spørsmålet blir etter dette om det er mogleg for ein domstol, i sak om mellombels åtgjerd, å treffa rettsleg avgjerd for at Oslo Børs skal ta eit selskap opp igjen til notering etter at selskapet har vore stroke frå børsen i om lag to veker basert på eit vedtak i Børsklagenemnda.

Ei grunnleggjande problemstilling er om eit vedtak hos Oslo Børs med slikt innhald inneber at det blir utøvd forvaltningsmynde. Dersom det er tale om å utøva forvaltningsmynde, oppstår det spørsmål knytt til rolledelinga mellom domstolane og forvaltninga.

I brev frå lagmannsretten 6. november 2015 til Polygons prosessfullmektig tok lagmannsretten opp problemstillinga og oppmoda om synspunkt frå Polygon. Polygon kom med merknader i prosesskriv 9. november 2015. Slik lagmannsretten oppfattar prosesskrivet, hevdar Polygon *ikkje* at eit vedtak som omtalt ovanfor vil vera utslag av privatrettsleg kompetanse hos Oslo Børs. Polygon synest å godta at det er tale om å utøva forvaltningsmynde, men hevdar at det ut frå rettspraksis og juridisk teori likevel er mogleg å ta til følgje Polygons krav om mellombels åtgjerd.

Etter lagmannsrettens vurdering vil eit vedtak hos Oslo Børs om å ta opp igjen Evry til notering, på dei premissar som er omtalt ovanfor, innebera at det blir utøvd forvaltningsmynde.

Lagmannsretten viser til at børs berre kan drivast av føretak som har fått løyve til dette av departementet, jf. børslova § 33 første ledd første punktum.

Når eit selskap – i børslova omtalt som "finansielt instrument" – først har blitt tatt opp til notering på børsen, er det regulert i børslova § 25 første ledd på kva vilkår det er høve til å stryka selskapet frå børsen (i lova omtalt som "regulert marked"):

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

Søknaden frå Evry om stryking blei vurdert ut frå desse vilkåra. Som det går fram av saksframstillinga ovanfor, blei søknaden først avslått av Oslo Børs, men Evry klagar over vedtaket til Børsklagenemnda. For saka i Børsklagenemnda gjaldt reglane i forvaltningslova kapittel VI, jf. børslova § 32 og børsforskrifta § 37.

Etter lagmannsrettens syn er det naturleg å sjå det slik at Børsklagenmenda, då den tok stilling til om Evry skulle strykast frå Oslo Børs, utøvde forvaltningsmynde.

Lagmannsretten legg vekt på at retten til å driva børs byggjer på konsesjon gjeve av departementet. Lagmannsretten legg vidare vekt på at Børsklagenemndas kompetanse til å vedta stryking er underlagt ei regulering av forvaltningsrettsleg karakter, og der reglane om klage og omgjering i forvaltningslova gjeld. Lagmannsretten meiner difor at det er vanskeleg å sjå det annleis enn at Børsklagenemnda, då den tok stilling til realiteten i spørsmålet om stryking, utøvde forvaltningsmynde. Dette blir for så vidt illustrert av at alle aktørane i saka – partane og partshjelparane – har lagt til grunn at den rettslege prøvinga av vedtaket til Børsklagenemnda, jf. hovudkravet til Polygon, skal skje innanfor rammene av domstolskontroll med forvaltningsvedtak.

Lagmannsretten meiner vidare at eit eventuelt vedtak frå Oslo Børs i dag om å ta opp igjen Evry til notering, basert på eit synspunkt hos børsen om at vedtaket til Børsklagenemnda er ugyldig, vil innebera ei overprøving av realiteten i Børsklagenemndas vedtak. Ei slik overprøving må etter lagmannsrettens syn nødvendigvis også reknast som utøving av forvaltningsmynde.

Etter dette blir spørsmålet om det er rettsleg høve til å krevja mellombels åtgjerd i samsvar med påstanden til Polygon innanfor dei rammene som i rettspraksis er trekt opp for rolledelinga mellom domstol og forvaltning knytt til utøving av forvaltningsmynde. Ei sentral avgjerd i denne samanhengen er Rt. 2001 side 995, der Høgsterett la til grunn at domstolane som klar hovudregel ikkje kan gje dom for realiteten, heller ikkje ved lovbundne forvaltningsvedtak. Førstvoterande uttalte blant anna:

Etter min mening er det ikke grunnlag i tradisjonell norsk rett for en generell regel om at domstolene ved lovbundne forvaltningsvedtak kan gi dom for realiteten. Jeg vil ikke utelukke at domstolene bør ha adgang til å gi realitetsdom i særlige tilfeller, for eksempel der noe annet vil være unødig formalisme eller hvis et forvaltningsorgan mot formodning ikke innretter seg lojalt etter en domstolsavgjørelse. Men den klare hovedregelen er den motsatte: domstolenes kontroll med forvaltningen er innskrenket til en legalitetskontroll. Dom på positivt vedtak krever særskilt hjemmel,[...]

Denne rolledelinga gjeld også i saker om mellombels åtgjerd. Lagmannsretten viser til Schei: Tvisteloven, kommentarutgåve (2. utgåve) side 1151. Her heiter det blant anna:

Alminnelige regler om domstolsprøving av forvaltningsvedtak setter grenser for hvilke hovedkrav som kan kreves sikret, og for hva en forføyning kan gå ut på. Det siste spørsmålet reguleres direkte av § 34-3, men det er nær sammenheng mellom problemstillingene. En part som har fått kommunestyrets avslag på skjenkebevilling, kan ikke gis dom for at han krav på skjenkebevilling. Et krav om fullbyrdelsesdom må derfor avvises.



Når saken begrenses til fastsettelsessøksmål om ugyldighet, gjelder hovedkravet derimot et rettskrav parten har rettslig interesse i å kreve dom for. Å være uten skjenkebevilling mens tvisten verserer for domstolene, kan i praksis bety kroken på døren for skjenkestedet. Ordlyden i § 34-1 første ledd bokstav b gir tilsynelatende forankring for et krav om midlertidig forføyning for å fortsette å skjenke mens saken verserer. Det kan likevel ikke gis en slik forføyning. Domstolene kan ikke tildele noen en rett til å utøve en virksomhet som krever offentlig tillatelse uten at vedtak er truffet av kompetent forvaltningsorgan. Ettersom dette begrenser hva en forføyning kan gå ut på, har parten ikke tilstrekkelig rettslig interesse i å kreve midlertidig sikring. Begjæringen må derfor avvises [...]

Polygon har hevdet at situasjonen er annleis når det gjeld Polygons krav sidan Evry i utgangspunktet var notert på børsen. Polygon har peikt på at vedtaket til Børsklagenemnda ikkje er noko avslag på ein søknad om å oppnå eit løyve, men at det er tale om eit vedtak som pålegg mindretalsaksjonærene i Evry byrder. Lagmannsretten forstår det slik at Polygon hevdar at ei mellombels åtgjerd difor ikkje inneber noko meir enn at verknaden av det byrdefulle vedtaket blir utsett. Polygon meiner at dette gjeld sjølv om strykinga no har vore gjennomført i om lag to veker. Lagmannsretten tolkar Polygon slik at Polygon hevdar at det ikkje er tale om rettsleg avgjerd for realiteten så lenge ei notering av Evry no berre vil vera ein refleks av at det blir sannsynleggjort at vedtaket om stryking er ugyldig.

Slik lagmannsretten ser det, er det ingen automatisk samanheng mellom ei eventuell avgjerd om at Børsklagenemndas vedtak er ugyldig, og at Evry blir tatt opp igjen til notering ved Oslo Børs. Ein dom for at eit forvaltningsvedtak er ugyldig, inneber at forvaltninga framover i tid ikkje kan gjera bruk av det aktuelle vedtaket som rettsleg grunnlag for nye handlingar eller vedtak. Ein dom for at vedtaket er ugyldig, inneber derimot ikkje at alle handlingar eller vedtak som allereie har blitt gjennomført på basis av det ugyldige vedtaket, fell bort som nullitet. I dette tilfellet har Evry allereie blitt stroke frå notering ved Oslo Børs. Sjølv om det skulle bli slått fast at strykinga skjedde på eit feilaktig rettsleg grunnlag, inneber ikkje dette at strykinga er ein nullitet. Lagmannsretten meiner at dette viser at spørsmålet om Børsklagenemndas vedtak er ugyldig eller ikkje, i seg sjølv ikkje avgjer om Evry skal bli tatt opp igjen til notering. Lagmannsretten legg til grunn at spørsmålet om å ta opp igjen Evry til notering, må bli avgjort ut frå ei meir samansett vurdering, der det blant anna må trekkjast inn omsynet til eventuelle aktørar som har innretta seg basert på at stryking er gjennomført. Lagmannsretten meiner at det følgjer av dette at ei mellombels åtgjerd i samsvar med påstanden til Polygon vil innebera rettsleg avgjerd for realiteten i ei vurdering som er knytt til utøving av forvaltningsmynde, i strid med den rolledeling som i rettspraksis er trekt opp mellom domstolane og forvaltninga.

Lagmannsretten meiner at Rt. 1996 side 342 gjev støtte for dette resultatet. Sakstilhøvet var her at ein privat aktør meinte at Oslo kommune hadde lagt ned eit ugyldig bygge- og deleforbod etter plan- og bygningslova. Den private aktøren kravde mellombels åtgjerd, men fleirtalet i Høgsterett meinte at det ikkje var rettsleg høve til å gje mellombels åtgjerd for sikring av eit slikt hovudkrav. Det heiter i avgjerda blant anna:

Lagmannsretten er kommet til at verken et krav på byggetillatelse, krav på at et bygge- og deleforbud er ugyldig, eller krav på at byggesøknaden skal behandles på vanlig måte, kan sikres ved midlertidig forføyning. Flertallet kan ikke se at lagmannsretten ved dette har bygget på en uriktig lovtolking.

[...]

At krav om byggetillatelse ikke kan sikres ved midlertidig forføyning, anses helt klart. Formelt er hovedkravet i denne saken i relasjon til tvangsfullbyrdelsesloven § 15-1 å få bygge- og deleforbudet kjent ugyldig som ulovhjemlet. Søksmålet er formulert som et fastsettelsessøksmål. Bakgrunnen for søksmålet er at selskapet vil ha krav på å få sin byggesøknad behandlet på ordinær måte, dersom vedtaket kjennes ugyldig. Søksmålet kunne for så vidt vært formulert som et fullbyrdelsessøksmål, gående ut på at kommunen pliktet å ta byggesøknaden under behandling, idet bygge- og deleforbudet måtte anses ugyldig. Dermed ville en stått overfor et krav der domstolene kunne gi pålegg om naturaloppfyllelse. Men det er vanskelig å tenke seg at det i en slik situasjon kunne være aktuelt med en midlertidig forføyning. Flertallet er enig med lagmannsretten i at et krav på behandling av en byggesøknad ikke faller inn under bestemmelsene i tvangsfullbyrdelsesloven § 15-1 og § 15-2, og finner støtte for dette syn i Rt-1975-1171 på side 1172.

Flertallet kan ikke se at selskapet kan stå i forskjellig stilling i relasjon til kravet om midlertidig forføyning, avhengig av hvordan søksmålet mot kommunen er formulert, når realiteten er den samme. Flertallet er således kommet til at det ikke er rom for noen midlertidig forføyning i denne saken.

Det kan tenkes tilfelle der det kan være grunn til å bruke midlertidig forføyning selv om domstolene ikke kan gi "pålegg om naturaloppfyllelse", særlig der vedtaket griper inn i en bestående tilstand. Men når det gjelder å bruke midlertidig forføyning for å oppnå en tillatelse som det hører under forvaltningen å ta stilling til, må hovedregelen, slik flertallet ser det, være at slik forføyning ikke kan anvendes, og flertallet kan ikke se at det er grunn til å fravike dette i en sak som den foreliggende.

Lagmannsretten viser også til orskurd frå Oslo byfogdembete 6. mai 2011, TOBYF-2011-70979. Situasjonen var her at saksøkjær meinte at eit vedtak om avslag på søknad om asyl var ugyldig. Då domstolen tok stilling til kravet om mellombels åtgjerd, var saksøkjæren allereie uttransportert frå Noreg. Saksøkjæren kravde blant anna mellombels åtgjerd for at staten skulle leggja til rette for ein retur til Noreg. Oslo byfogdembete viste til Rt. 2001 side 995 og uttalte at ei avgjerd i samsvar med kravet til saksøkjær ville innebera at domstolen gav saksøkjæren rettar som det låg under forvaltninga å avgjera. Kravet om mellombels åtgjerd blei avvist.

For samanhengens del peiker lagmannsretten på at det unntaksvis vil vera slik at ein dom for at eit forvaltningsvedtak er ugyldig, vil ha automatisk verknad på den rettslege posisjonen til den private parten på ein måte som gjer at det også bør vera rom for å krevja mellombels åtgjerd. Dette kan vera situasjonen der det er tale om forvaltningsvedtak om inndraging av eit løyve, og eit bortfall av denne inndraginga i seg sjølv inneber at løyvet

framleis gjeld. Lagmannsretten viser til Borgarting lagmannsretts orskurd 4. november 2013 (LB-2013-1711932), som gjeld eit slikt tilfelle. Saksøkjær var her ein privat aktør som hadde fått inndratt skjenkeløyvet sitt undervegs i den perioden som løyvet gjaldt. Dersom inndraginga var ugyldig, var konsekvensen at den private parten framleis hadde eit løyve. Det var då rettsleg høve til å krevja mellombels åtgjerd.

Lagmannsretten meiner at situasjonen er annleis knytt til strykinga av Evry. Børsklagenemnda tok til følgje ein søknad om å stryka selskapet frå børsen. Dersom det skulle visa seg at dette vedtaket er ugyldig, så er ikkje konsekvensen at selskapet er børsnotert – all den tid stryking av selskapet faktisk er gjennomført, og ei ny notering av selskapet må bli avgjort ut frå ei meir samansett vurdering.

Polygon har i prosesskriv til lagmannsretten særleg tatt til orde for at Rt. 2003 side 223 gjev støtte for at det er rettsleg høve for å ta Polygons påstand til følgje. Lagmannsretten forstår ikkje Rt. 2003 side 223 på denne måten. Saka gjaldt krav om mellombels åtgjerd der påstanden var at norske styresmakter skulle bli pålagt å opplysa EU om at eit norsk forvaltningsvedtak var mellombels suspendert. Lagmannsretten forstår avgjerda slik at det ikkje blei kravd mellombels åtgjerd for nokon realitet knytt til utøving av forvaltningsmynde. Saksøkjærens krav var knytt til ein påstand om at eit forvaltningsvedtak ikkje skulle ha verknad fram til det var prøvd rettsleg, kombinert med at forvaltninga skulle bli pålagt å informera andre aktørar (EU) om dette. Ei slik plikt til å gje informasjon om rettsleg status i Noreg kan etter lagmannsrettens syn ikkje jamstellast med å utøva forvaltningsmynde på slik måte som det er tale om i saka om børsnotering av Evry.

På bakgrunn av det som går fram ovanfor, har lagmannsretten kome til at det – slik saka står i dag – ikkje er rettsleg høve til å ta til følgje kravet frå Polygon om mellombels åtgjerd. Lagmannsretten har vore i noko tvil om på kva måte dette resultatet korrekt skal koma til uttrykk i slutninga i lagmannsrettens orskurd. I Rt. 1996 side 343, jf. omtale ovanfor, hadde underrettane utforma slutninga som ei avgjerd om realiteten, ved at krav om mellombels åtgjerd ikkje blei tatt til følgje. Høgsterett forkasta anken. Spørsmålet om bruk av avvising blei ikkje problematisert. I Rt. 2001 side 995, der saka blei avgjort på grunnlag av at det ikkje var rettsleg høve for å krevja dom for realiteten, blei forma avvising brukt.

Når det gjeld anken frå Polygon, er det dessutan eit kompliserande element at den rettslege situasjonen har endra karakter etter at anka blei mottatt av byfogdembete. Då saka stod for Oslo byfogdembete, var det utvilsamt rett av Oslo byfogdembete å ta stilling til realiteten. Då byfogdembete mottok anken, var det rettsleg sett framleis høve til å ta til følgje eit krav om mellombels åtgjerd i form av forbod mot å stryka aksjen. Det var først ved slutten av den dagen då lagmannsretten mottok saka, at stryking av aksjen blei gjennomført. Som ein konsekvens av den faktiske utviklinga, endra Polygon utforminga av påstanden for kravet om mellombels åtgjerd.

Lagmannsretten meiner at det korrekte i denne situasjonen er å heva ankesaka fordi den ikkje lenger høyrer under domstolane, jf. tvistelova § 29-12 bokstav b jf. § 32-2 og Skoghøy: Tvisteløsning, 2. utgåve, side 248 nedst. Dersom Evry-aksjen hadde blitt strøken allereie før lagmannsretten mottok ankesaka, ville resultatet ha blitt avvisning av anken.

Etter dette er det heller ikkje aktuelt å ta stilling til punkt 2 i påstanden om søksmålsfrist.

*Sakskostnader:*

Både ankande part og ankemotparten har hatt partshjelpar i lagmannsretten. Etter tvistelova § 20-6 første ledd, jf. § 20-1 tredje ledd, skal rett og plikt til sakskostnader bli avgjort særskilt for kvar part. Etter tvistelova § 20-6 andre ledd kan ein part og partshjelparen bli pålagt å erstatta sakskostnadene solidarisk.

På same måte som Oslo byfogdembete meiner lagmannsretten at det er grunnlag for å frita Aksjonærforeningen for ansvar for sakskostnader, medan Polygon blir halden ansvarleg for heile beløpet. Lagmannsretten viser til grunngevinga til Oslo byfogdembete, som er dekkjande også for lagmannsrettens vurdering av situasjonen for lagmannsretten.

Oslo Børs og Evry har vunne ankesaka og har i medhald av tvistelova § 20-2 første ledd, jf. andre ledd – alternativet at ankesaka "ikke hører under domstolene" – krav på å få erstatta sakskostnadene for lagmannsretten. Lagmannsretten har vurdert om det ligg føre tungtvegande grunnar som gjer det rimeleg å frita Polygon frå dette ansvaret, men meiner at det ikkje ligg føre slike grunnar, jf. tvistelova § 20-2 tredje ledd. Lagmannsretten viser til at ein stor del av kostnadene for lagmannsretten gjeld arbeid utført i tidsrommet etter at stryking av Evry var gjennomført.

Oslo Børs har kravd sakskostnader med kr 124 825, medan Evry har kravd sakskostnader med kr 63 000. Begge beløp gjeld fullt ut salær. For Evry er det lagt til grunn ein timesats for prosessfullmektigen på kr 4 500, medan timesatsen er noko lågare for Oslo Børs. Polygon har ikkje protestert på kravet og har sjølv lagt fram ei kostnadsoppgåve med ein gjennomsnittleg timesats på kr 3 333. Under tvil tilkjenner lagmannsretten sakskostnader både til Oslo Børs og Evry i samsvar med kostnadsoppgåvene, jf. tvistelova § 20-5 første ledd.

Når det gjeld sakskostnadene for Oslo byfogdembete, skal lagmannsretten ikkje prøva desse når anken blir avvist, jf. tvistelova § 20-9 første ledd.

Orskurden er samrøystes.

## SLUTNING

1. Ankesaka blir heva.
2. I sakskostander for lagmannsretten betaler Polygon European Equity Opportunity Master Fund v/Polygon Global Partners LLP til Oslo Børs ASA 124 825 – eitthundreogtjuefiretusenåttehundreogtjuefem – kroner innan to veker rekna frå tidspunktet for forkynning av orskurden.
3. I sakskostnader for lagmannsretten betaler Polygon European Equity Opportunity Master Fund v/Polygon Global Partners LLP til Evry ASA 63 000 – sekstitretusen – kroner innan to veker rekna frå tidspunktet for forkynning av orskurden.

Halvard Leirvik

Steingrim Bull

Petter Chr. Sogn

Dokument i samsvar med undertegnet original:

## **Vedlegg 3**



# NORGES HØYESTERETT

Den 15. desember 2015 ble det av Høyesteretts ankeutvalg bestående av dommerne Tønder, Bårdsen og Normann i

**HR-2015-02493-U, (sak nr. 2015/2200), sivil sak, anke over kjennelse:**

Polygon European Equity Opportunity  
Master Fund v/Polygon Global Partners LLP  
Aksjonærforeningen (partshjelper)

(advokat Christian F. Galtung)

mot

Oslo Børs ASA

(advokat Frode Elgesem)

Evry ASA (partshjelper)

(advokat Per M. Ristvedt)

avsagt slik

## K J E N N E L S E :

- (1) Saken gjelder spørsmål om avgjørelse om midlertidig forføyning etter tvisteloven kapittel 34 kan gå ut på at Oslo Børs ASA pålegges å gjenoppta noteringen av et selskap.
- (2) Ved søknad 21. mai 2015 søkte Evry ASA om strykning av selskapets aksjer på Oslo Børs. Søknaden hadde grunnlag i generalforsamlingsbeslutning 23. mars 2015 hvor et flertall av aksjonærene hadde stemt for forslaget om strykning.
- (3) Oslo Børs ASA fattet 15. juni 2015 vedtak hvor Evry ASAs søknad ble avslått. Vedtaket ble i medhold av lov om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr. 74 (børsloven) § 40 påklaget til Børsklagenemnda som 24. august 2015 fattet følgende vedtak:

**"Oslo Børs ASAs vedtak 15. juni 2015 om å avslå søknad om strykning av EVRY ASAs aksjer fra notering på Oslo Børs oppheves. Søknaden innvilges."**

- (4) I vedtaket fremgår det at tidspunktet for strykningen må fastsettes av Oslo Børs. Oslo Børs

satte strykningstidspunktet til 28. oktober 2015.

- (5) Polygon European Equity Opportunity Master Fund v/Polygon Global Partners LLP ("Polygon"), en av aksjonærene i Evry ASA, begjærte utsatt iverksettelse av vedtaket. Ved Børsklagenemndas vedtak 2. oktober 2015 ble begjæringen ikke tatt til følge.
- (6) Polygon innga 6. oktober 2015 begjæring om midlertidig forføyning mot Oslo Børs ASA. I begjæringen var det nedlagt følgende påstand:
- "1. **Oslo Børs ASA forbys å stryke Evry ASAs aksjer fra notering på Oslo Børs inntil Oslo tingrett har avsagt dom om gyldigheten av Børsklagenemndens vedtak av 24. august 2015.**
  2. **Polygon Global Partners LLP pålegges å reise søksmål om gyldigheten av Børsklagenemndens vedtak av 24. august 2015 innen én måned etter at Oslo byfogdembete har avsagt kjennelse i nærværende forføyningssak.**
  3. **Polygon European Equity Opportunity Master Fund tilkjennes sakskostnader."**
- (7) Oslo Børs ASA tok til motmæle. Aksjonærforeningen erklærte i medhold av tvisteloven § 15-7 partshjelp til støtte for Polygon. Evry ASA innga tilsvarende erklæring til støtte for Oslo Børs ASA.
- (8) Oslo byfogdembete avsa 27. oktober 2015 kjennelse med følgende slutning:
- "1. **Begjæring 6. oktober 2015 fra Polygon European Equity Opportunity Master Fund v/Polygon Global Partners LLP tas ikke til følge.**
  2. **I sakomkostninger betaler Polygon European Equity Opportunity Master Fund v/Polygon Global Partners LLP til Oslo Børs ASA kr. 454.504 innen to uker etter forkynnelse av denne kjennelse.**
  3. **I saksomkostninger betaler Polygon European Equity Opportunity Master Fund v/Polygon Global Partners LLP til Evry ASA kr. 300.000 innen to uker etter forkynnelse av denne kjennelse."**
- (9) Polygon anmodet i brev 28. oktober 2015 om at Oslo Børs utsatte strykningen i påvente av ankebehandlingen. Oslo Børs fant ikke grunnlag for å utsette strykningen, men endret likevel siste handelsdag fra 28. til 30. oktober 2015.
- (10) Polygon anket 29. oktober 2015 over kjennelsen til Borgarting lagmannsrett. Det ble i ankeerklæringen nedlagt tilsvarende påstand som for byfogdembetet. Aksjonærforeningen og Evry ASA erklærte, på samme måte som for byfogdembetet, partshjelp for hver sin part.
- (11) Ved prosesskriv 2. november 2015 endret Polygon påstand. Følgende påstand ble nedlagt for lagmannsretten:
- "1. **Oslo Børs ASA pålegges innen en frist på én uke fra forkynnelsen av lagmannsrettens kjennelse å gjenoppta notering av Evry ASA-aksjen inntil Oslo tingrett har avsagt dom i sak om gyldigheten av Børsklagenemndens vedtak av 24. august 2015.**
  2. **Polygon European Equity Opportunity Master Fund v/Polygon Global Partners LLP pålegges å reise søksmål om gyldigheten av Børsklagenemndens vedtak av 24. august 2015 innen to uker etter at Borgarting lagmannsrett har avsagt kjennelse i nærværende forføyningssak.**



3. **Polygon European Equity Opportunity Master Fund v/Polygon Global Partners LLP tilkjennes sakskostnader for tingrett og lagmannsrett."**

(12) Borgarting lagmannsrett avsa 17. november 2015 kjennelse med følgende slutning:

- "1. Ankesaka blir heva.
2. I sakskostnader for lagmannsretten betaler Polygon European Equity Opportunity Master Fund v/Polygon Global Partners LLP til Oslo Børs ASA 124 825 – eithundreogtjuefiretusenåttehundreogtjuefem – kroner innan to veker rekna frå tidspunktet for forkynning av orskurden.
3. I sakskostnader for lagmannsretten betaler Polygon European Equity Opportunity Master Fund v/Polygon Global Partners LLP til Evry ASA 63 000 – sekstitretusen – kroner innan to veker rekna frå tidspunktet for forkynning av orskurden."

(13) Lagmannsretten kom til at saken skulle heves med bakgrunn i at det etter at Oslo Børs hadde gjennomført strykning av Evry ASA mens saken stod for lagmannmannsretten, ikke var mulig å utforme en midlertidig forføyning som sikret hovedkravet samtidig som forføyningen holdt seg innenfor rammen for kompetansedelingen mellom domstolene og forvaltningen.

(14) *Polygon European Equity Opportunity Master Fund v/Polygon Global Partners LLP* har anket kjennelsen til Høyesterett. Anken er angitt å gjelde lovtolkningen. Det anføres at lagmannsretten har tatt feil når den antar at ugyldighetsspørsmålet er utøvelse av forvaltningsmyndighet. Domstolene har full kompetanse til å ta stilling til ugyldighetsspørsmålet også når det må tas hensyn til tredjepersoner og deres eventuelle innrettelse. Det er nedlagt følgende påstand:

- "1. Lagmannsrettens kjennelse oppheves.
2. **Polygon European Equity Opportunity Master Fund tilkjennes saksomkostninger for Høyesterett."**

(15) *Oslo Børs ASA* har inngitt tilsvaret og gjør gjeldende at anken bygger på en misforståelse av lagmannsrettens begrunnelse. Lagmannsretten har korrekt kommet til at forføyningskravet – kravet om å gi Oslo Børs pålegg om å gjenoppta noteringen – ikke kan tas til følge fordi det vil innebære at domstolen utøver forvaltningsvirksomhet. Spørsmålet om en aksje kan tas opp til notering tilligger børsmyndighetene, er underlagt særskilte vilkår og beror på skjønsmessige avveininger. Lagmannsretten har foretatt et skille mellom hovedkravet og kravet i forføyningssaken, og har ikke antatt at ugyldighetsspørsmålet er utøvelse av forvaltningsmyndighet. Det er nedlagt følgende påstand:

**"Prinsipalt:**

**Anken nektes fremmet.**

**Subsidiært:**

**Anken forkastes.**

**I begge tilfeller:**

**Polygon erstatter Oslo Børs' sakskostnader for Høyesterett."**

- (16) *Aksjonærforeningen* har i ankeerklæringen – i medhold av tvisteloven § 15-7 – erklært partshjelp for Høyesterett til støtte for ankende part.
- (17) *Evry ASA* har erklært tilsvarende partshjelp til støtte for ankemotparten. *Evry ASA* har inngitt eget tilsvarende hvor det argumenterer sammenfallende med ankemotparten. Det er nedlagt følgende påstand:
1. **Prinsipalt: Anken nektes fremmet.**
  2. **Subsidiært: Anken forkastes.**
  3. **I begge tilfeller: Polygon European Equity Opportunity Master Fund v/Polygon Global Partners LLP dømmes til å betale EVRY ASAs sakskostnader for Høyesterett."**
- (18) Ved brev fra Høyesteretts ankeutvalg 7. desember 2015 ble det satt frist til 8. desember 2015 til å bestride partshjelpen. Ingen av partene har hatt innvendinger til partshjelpserklæringene.
- (19) *Høyesteretts ankeutvalg* bemerker at saken gjelder videre anke over kjennelse, og ankeutvalgets kompetanse er begrenset til å prøve lovtolkningen og lagmannsrettens saksbehandling, jf. tvisteloven § 30-6 bokstav b og c.
- (20) En midlertidig forføyning kan blant annet "gå ut på at saksøkte skal unnlate, foreta eller tåle en handling", jf. tvisteloven § 34-3. Spørsmålet her er om en midlertidig forføyning kan gå ut på et pålegg til Oslo Børs ASA om å gjenoppta noteringen av et selskap.
- (21) Når forvaltningen treffer vedtak som parten er uenig i, kan dette påklages til overordnet forvaltningsorgan. Vedtaket vil videre kunne være gjenstand for ugyldighetssøksmål for domstolene. Parten kan i begge tilfeller begjære utsatt iverksettelse av vedtaket til det foreligger avgjørelse i klageorganet eller domstolen, jf. forvaltningsloven § 42. Det følger av børsloven § 40 jf. § 25 at forvaltningsloven kapittel VIII – som § 42 er en del av – får anvendelse på børsens vedtak om suspensjon og strykning av finansielle instrumenter.
- (22) Dersom forvaltningen ikke går med på utsatt iverksettelse av vedtaket, kan parten på nærmere angitte vilkår be om midlertid forføyning for å hindre iverksettelse. Utvalget viser til at forføyninger mot forvaltningsvedtak regelmessig vil gå ut på at vedkommende forvaltningsorgan forbyr å iverksette vedtaket inntil søksmålet om gyldigheten av vedtaket er endelig avgjort, jf. Falkanger mfl., Tvangsfullbyrdelsesloven med kommentarer, Bind II, 4. utgave (2008) side 1176 og Schei mfl., Tvisteloven kommentarutgave, Bind II, 2. utgave (2013) side 1152 med videre henvisninger til blant annet prinsippavgjørelsen i Rt. 1955 side 953.
- (23) Etter at den ankende part i saken innga anke til lagmannsretten 29. oktober 2015, ble *Evry-aksjen* strøket fra notering på børsen 30. oktober 2015. Den påstanden som gjaldt på strykningstidspunktet, gikk ut på at iverksettelse av vedtaket om strykning skulle forbys. Fra tidspunktet vedtaket faktisk ble iverksatt, var den rettslige interessen i å få en avgjørelse om forbud mot iverksettelse tapt. Saken var da gjenstandsløs, og saken kunne ha vært hevet, jf. Skoghøy, Tvisteløsning, 2. utgave (2014) side 248.
- (24) Ved prosesskriv 2. november 2015 valgte imidlertid den ankende part å endre påstanden til å gjelde krav om å gjenoppta noteringen av selskapet.

- (25) Lagmannsretten la til grunn at Børsklagenemnda utøvet forvaltningsmyndighet da den tok stilling til om Evry ASA skulle strykes fra notering på Oslo Børs. Dette bygger etter utvalgets syn på riktig lovforståelse.
- (26) Lagmannsretten reiste så spørsmål om det var rettslig adgang til å kreve midlertidig forføyning i samsvar med ankende parts påstand, innenfor de rammer som er trukket i rettspraksis for rollefordelingen mellom domstolene og forvaltningen knyttet til utøving av forvaltningsmyndighet.
- (27) Domstolene kan som klar hovedregel ikke gi dom for realiteten, jf. Rt. 2001 side 995. Utvalget er enig med lagmannsretten i at dette også gjelder i saker om midlertidig forføyning, jf. Schei mfl., Tvisteloven kommentarutgave, Bind II, 2. utgave (2013), side 1151.
- (28) I kjennelsen heter det videre:

**"Slik lagmannsretten ser det, er det ingen automatisk sammenheng mellom ei eventuell avgjerd om at Børsklagenemndas vedtak er ugyldig, og at Evry blir tatt opp igjen til notering ved Oslo Børs. Ein dom for at eit forvaltningsvedtak er ugyldig, inneber at forvaltninga framover i tid ikkje kan gjera bruk av det aktuelle vedtaket som rettsleg grunnlag for nye handlingar eller vedtak. Ein dom for at vedtaket er ugyldig, inneber derimot ikkje at alle handlingar eller vedtak som allereie har blitt gjennomført på basis av det ugyldige vedtaket, fell bort som nullitet. I dette tilfellet har Evry allereie blitt stroke frå notering ved Oslo Børs. Sjølv om det skulle bli slått fast at strykinga skjedde på eit feilaktig rettsleg grunnlag, inneber ikkje dette at strykinga er ein nullitet. Lagmannsretten meiner at dette viser at spørsmålet om Børsklagenemndas vedtak er ugyldig eller ikkje, i seg sjølv ikkje avgjer om Evry skal bli tatt opp igjen til notering. Lagmannsretten legg til grunn at spørsmålet om å ta opp igjen Evry til notering, må bli avgjort ut frå ei meir samansett vurdering, der det blant anna må trekkjast inn omsynet til eventuelle aktørar som har innretta seg basert på at stryking er gjennomført. Lagmannsretten meiner at det følgjer av dette at ei mellombels åtgjerd i samsvar med påstanden til Polygon vil innebera rettsleg avgjerd for realiteten i ei vurdering som er knytt til utøving av forvaltningsmynde, i strid med den rolledeling som i rettspraksis er trekt opp mellom domstolane og forvaltninga."**

- (29) Utvalget kan på denne bakgrunn ikke se at lagmannsrettens kjennelse bygger på uriktig lovtolkning.
- (30) Anken må etter dette forkastes.
- (31) Oslo Børs ASA har påstått seg tilkjent sakskostnader med 33 000 kroner. Evry ASA har krevd dekket 27 000 kroner. Sakskostnadskravene er bare rettet mot ankende part og ikke mot partshjelperen. Begge påstander tas til følge.
- (32) Kjennelsen er enstemmig.

#### SLUTNING :

1. Anken forkastes.
2. I sakskostnader for Høyesterett betaler Polygon European Opportunity Master Fund v/ Polygon Global Partners LLP til Oslo Børs ASA 33 000 – trettitretusen – kroner innen 2 – to – uker fra forkynnelsen av kjennelsen.

3. I sakskostnader for Høyesterett betaler Polygon European Equity Opportunity Master Fund v/Polygon Global Partners LLP til Evry ASA 27 000 – tjuesjutusen – kroner innen 2 – to – uker fra forkynnelsen av kjennelsen.

Arnfinn Bårdsen  
(sign.)

Bård Tønder  
(sign.)

Kristin Normann  
(sign.)

Riktig utskrift:

## Merkur Market - en ny markedsplass for små og mellomstore bedrifter

Med Merkur Market åpnet Oslo Børs 13. januar 2016 dørene for flere selskaper. Merkur Market er en markedsplass for notering og elektronisk handel av aksjer og egenkapitalbevis. Dette er et tilbud til mindre og mellomstore selskaper som ønsker enklere tilgang til kapitalmarkedet. Merkur Market har opptakskrav som er mindre omfattende enn for de etablerte markedsplassene på Oslo Børs. Merkur Market er også åpen for selskaper som ikke er allmennaksjeselskaper (ASA), og for store selskaper som ikke oppfyller kravene eller ønsker full notering på regulert marked.

Europeiske myndigheter ønsker at det legges til rette for enklere finansiering av små og mellomstore bedrifter. Børsen er en viktig kilde til kapital for næringslivet, og lanseringen av Merkur Market gir selskaper mulighet til å hente risikokapital uten å ta det større skrittet og forpliktelsen som en notering på regulert marked eller børs innebærer.

### Vil du vite mer om Merkur Market?

Ta kontakt med noteringsavdelingen på Oslo Børs

E-post: [listing@oslobors.no](mailto:listing@oslobors.no)

Telefon: 22 34 17 00



# Spar tid ved utarbeidelse av dokumenter

## Dokumentgenerator

Fusjon ved opptak

Autofyll felter med Proff Forvalt

Navn - OT  
Hagen AS

Navn - OD  
Olsen AS

Dato - fusjonsplan  
07.01.2015

Org.nr. - OD  
23728378236

Forretningskommune - OD  
Oslo

Adresse - OD  
Karl Joha

Org.nr. - OT

Forretningskommune - OT

Adresse - OT

Fusjonsplan mellom Hagen AS og Olsen AS

Undertegnet av styrene i Hagen AS og Olsen AS den 07.01.2015 for godkjenning i respektive ekstraordinære generalforsamlinger.

1. Innledning  
Fusjonen reguleres av lov av 13. juni 1997 nr 44 om aksjeselskaper (aksjeloven eller asl) kapittel 13.

1.1. Partsangivelse

Overdragende selskap: Olsen AS  
org.nr. 23728378236  
forretningskommune: Oslo  
adresse: Karl Joha

Overtakende selskap: Hagen AS  
org.nr. Org.nr. - OT  
forretningskommune:  
Forretningskommune - OT  
adresse: Adresse - OT

1.2. Formål med fusjonen

Generer dokumenter (3)

Velg dokumenter



Fyll ut alle dokumenter  
i én operasjon



Generer til Word

- ✓ Over 70 ulike transaksjonstyper
- ✓ Alltid oppdatert
- ✓ Proff Forvalt - Autoutfyll foretaksopplysninger
- ✓ Bruk bedriftens egen stilmal
- ✓ Legg inn egne dokumenter



[www.dib.no/dokumentgenerator](http://www.dib.no/dokumentgenerator)