

OSLO BØRS

OSLO STOCK EXCHANGE

Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2017



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 børs-sirkulærer fra 2017 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. Noen 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 Carina Østli som har gjort en kjempejobb i forbindelse med utarbeidelsen av dokumentet og vært til stor hjelp for undertegnede.

Oslo Børs, 29.01.2018

Øivind Amundsen
Direktør
Førstehåndsmarkedet og juridiske tjenester
Oslo Børs ASA

INNHALDSFORTEGNELSE

1	BØRSSIRKULÆRER 2017	4
1.1	BØRSSIRKULÆRE NR. 1/2017, ENDRINGER VEDRØRENDE TIDSPUNKTET FOR OFFENTLIGGJØRING AV INNSIDEINFORMASJON OG FLAGGEMELDINGER – ENKELTE OPPDATERINGER I UTSTEDERREGLENE OG RETNINGSLINJER FOR FLAGGEMELDINGER, 01.03.2017	4
1.2	BØRSSIRKULÆRE NR. 2/2017, ENDRINGER I OSLO BØRS' IR-ANBEFALING, 01.03.2017	8
1.3	BØRSSIRKULÆRE NR. 3/2017, ENDRINGER I PRISER FOR FØRSTEHÅNDSMARKEDET PÅ OSLO BØRS, OSLO AXESS, MERKUR MARKET OG NORDIC ABM, 30.11.2017	9
2	OPPTAK TIL BØRSNOTERING	15
2.1	NYE SELSKAPER I 2017	15
3	STRYKNING/SUSPENSJON	16
3.1	SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING	16
3.2	STRYKNINGSSAKER	16
3.2.1	<i>Island Offshore Shipholding L.P. – overtredelse av ABM-reglene – strykning av obligasjonslån fra notering på Nordic ABM, 01.06.2017</i>	16
3.2.2	<i>Iona Energy Company (UK) Ltd – Violation of the ABM-rules – Delisting of bonds from Nordic ABM, 07.11.2017</i>	24
4	LØPENDE UTSTEDERREGLER	28
4.1	LIKEBEHANDLING AV AKSJONÆRER	28
4.1.1	<i>REM Offshore ASA – overtredelse av løpende forpliktelser pkt. 2.1 om likebehandling – vedtak og begrunnelse fra styrebehandling i Oslo Børs ASA, 16.11.2016</i>	28
4.1.2	<i>Vedtak om avvising av klage over Oslo Børs' vedtak av 19. desember 2016, 20.01.2017</i>	72
4.1.3	<i>Badger Explorer ASA – Brev vedrørende likebehandling ved rettet emisjon, 02.05.2017</i>	75
4.1.4	<i>Havila Shipping ASA – Likebehandling i forbindelse med finansiell restrukturering, 19.05.2017</i> .	82
4.1.5	<i>Kritikk til Farstad Shipping ASA for manglende etterlevelse av regelverk i Løpende Forpliktelser for Børsnoterte selskaper, punkt 3.1.2, 19.05.2017</i>	88
4.1.6	<i>Kritikk til Selvaag Bolig ASA – kjøp av egne aksjer – e-post av 06.11.2017</i>	91
4.2	LØPENDE INFORMASJONSPLIKT MV	92
4.2.1	<i>Vedtak om overtredelsesgebyr</i>	92
4.2.1.1	<i>Reno Norden – Børsklagenemndens vedtak 06.09.2017</i>	92
4.2.2	<i>Generell veiledning</i>	128
4.2.2.1	<i>Endring vedrørende tidspunkt for offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger og flaggemeldinger som oppstår utenom Børsens åpningstid, 04.01.2017</i>	128
4.2.2.2	<i>Kritikkbrev, Rapportering av manuelle handler, 06.02.2017</i>	129
4.2.2.3	<i>Interoil Exploration and Production ASA – regarding communication of changes in drilling timeline to the market, 21.04.2017</i>	131
4.2.2.4	<i>Protector Forsikring ASA - kritikk for sen offentliggjøring av separat melding ifm. Kontantutbytte</i>	133
4.2.2.5	<i>Norsk Hydro ASA - Brev vedrørende for sen innkalling til ordinær generalforsamling, 28.04.2017</i>	134
4.2.2.6	<i>Sparebanken Sør – Veiledning vedrørende offentliggjøring av ratingrapporter – 05.09.2017</i>	135
4.2.2.7	<i>Ocean Yield ASA – Veiledning vedrørende børsmelding med nøkkelinformasjon om kontantutbytte – 05.09.2017</i>	136
4.2.2.8	<i>IDEX ASA - Letter regarding the duty to promptly disclose inside information, 23.08.2017</i>	137
4.2.2.9	<i>Monobank ASA – brev vedrørende ex.dato for reparasjonsemisjon – 31.10.2017</i>	141
4.2.2.10	<i>AF Gruppen ASA – Brev vedrørende håndtering av beslutning om utbytte – 28.11.2017</i>	142
4.3	PERIODISK INFORMASJONSPLIKT – REGNSKAPSRAPPORTERING	144
4.3.1	<i>Island Offshore Shipholding L.P. - Offentlig kritikk for brudd på ABM reglene om regnskapsrapportering, 23.03.2017</i>	144
5	OVERTAKELSESTILBUD	148

5.1	KONTROLLERTE TILBUD 2017	148
5.2	PLIKTIG TILBUD.....	148
5.2.1	<i>Tide ASA – Vedtak om reduksjon av garanti, 08.02.2017</i>	148
5.3	DISPENSASJON FRA TILBUDSPLIKT	150
5.3.1	<i>Salmar ASA - dispensasjon fra tilbudsplikt og overgangsregel, 05.07.2017</i>	150
5.3.2	<i>Lyngen Holdco Sarl – dispensasjon fra tilbudsplikt i EVRY ASA ved konsernintern overdragelse, 09.08.2017</i>	155
5.3.3	<i>Hemen Holding Limited - dispensasjon fra tilbudsplikt i Northern Drilling Ltd. ved konsernintern overdragelse, 01.12.2017</i>	159
5.3.4	<i>Fernclyff Listed DAI AS – dispensasjon fra tilbudsplikt i Saga Tankers ASA ved konsernintern overdragelse, 29.12.2017</i>	160

1 BØRSSIRKULÆRER 2017

1.1	1/2017	Endringer vedrørende tidspunktet for offentliggjøring av innsideinformasjon og flaggemeldinger
1.2	2/2017	Endringer i Oslo Børs' IR anbefaling
1.3	3/2017	Endringer i priser for førstehåndsmarkedet på Oslo Børs, Oslo Axess, Merkur Market og Nordic ABM

1.1 Børssirkulære nr. 1/2017, Endringer vedrørende tidspunktet for offentliggjøring av innsideinformasjon og flaggemeldinger – enkelte oppdateringer i utstederreglene og retningslinjer for flaggemeldinger, 01.03.2017

1 Oversikt

Vedlagt dette børssirkulæret følger nye versjoner av følgende regelsett:

- (i) Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper (Oslo Børs og Oslo Axess)
- (ii) Løpende forpliktelser for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market (Merkur Market)
- (iii) Obligasjonsreglene (Oslo Børs)
- (iv) ABM-reglene (Nordic ABM)

Det er i nye versjoner av regelsettene gjort enkelt oppdateringer i kommentarene til reglene som følge av praksisendringer varslet om i konsultasjon av 6. februar 2017. I tillegg er bestemmelsen i pkt. 3.5.2 i ABM-reglene om offentliggjøring utenfor ABM Nordics åpningstid fjernet, da denne fra og med 1. april 2017 ikke lenger vil reflektere gjeldende praksis.

Dette børssirkulæret samsvarer med utkast til børssirkulæret i konsultasjonen. Det er likevel i foretatt enkelte presiseringer på bakgrunn av tilbakemeldinger i konsultasjonsrunden. Børsen har gjennom konsultasjonen mottatt tilbakemelding fra Advokatforeningen, Næringslivets Aksjemarkedsutvalg og Verdipapirforetakenes Forbund.

Ikrafttredelse av de varslede praksisendringer er 1.april 2017.

2 Innledning

Finanstilsynet har i brev til Oslo Børs datert 19. desember 2016 fastslått at plikten i verdipapirhandelloven (vphl.) § 5-2 til å offentliggjøre innsideinformasjon "umiddelbart" ikke lenger kan knyttes til når det kan handles på børsens markedsplasser (heretter børsens åpningstid). Utviklingen i kapitalmarkedene innebærer at verdipapirer notert på Oslo Børs' markedsplasser kan være tilgjengelige for handel på andre markedsplasser med andre åpningstider. Det foreligger på denne bakgrunn ikke lenger grunnlag for en tilnærming der plikten til umiddelbar offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger kun gjelder i børsens åpningstid. Finanstilsynet har derfor bedt børsen om å endre sin veiledning til Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper for å reflektere den nevnte fortolkningsendringen senest med virkning fra og med 1. april 2017.

Finanstilsynets tilsyn med overholdelse av informasjonsplikt etter vphl. § 5-2 er delegert til Oslo Børs. Med bakgrunn i Finanstilsynets anmodning finner Oslo Børs det nødvendig å endre praktiseringen av bestemmelsen om umiddelbar offentliggjøring av innsideinformasjon innen den frist Finanstilsynet

har oppstilt. Endringen vil tre i kraft samtidig for markedsplassene Oslo Børs, Oslo Axess, Nordic ABM og Merkur Market. Informasjonsplikt for Nordic ABM og Merkur Market er ikke regulert i verdipapirhandelloven, men endringen vil bli gjennomført også for disse markedene for å ivareta en enhetlig praktisering av selskapenes informasjonsplikt i alle markeder administrert av Oslo Børs.

Praksisendringen innebærer at utstederne fra og med 1. april 2017 må offentliggjøre insideinformasjon umiddelbart, uavhengig av børsens åpningstid. Finanstilsynet har videre konkludert med at innsendelse av meldinger knyttet til flaggepliktig verdipapirhandel må knyttes til det tidsrom hvor børsen tilbyr bistand til offentliggjøring av informasjonspliktige meldinger, dvs. per i dag kl. 08.00-17.30 (markedsadministrasjonens bemanningstid), og ikke til børsens åpningstid, dvs. kl. 09.00-16.30.

Nedenfor redegjøres det nærmere for de omtalte endringene i tidspunktene for offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger og flaggemeldinger, samt enkelte praktiske implikasjoner av disse.

3 Offentliggjøring av insideinformasjon

3.1 Generelt

Det fremkommer av vphl. § 5-2 første ledd at "*Utsteder skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre insideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § 3-2 første til tredje ledd*".

Informasjonsplikten for Oslo Børs og Oslo Axess reguleres av verdipapirhandelloven.

Informasjonsplikten for Nordic ABM og Merkur Market reguleres ikke av verdipapirhandelloven, men en likelydende bestemmelse er inntatt i ABM-reglene og Løpende forpliktelser for Merkur Market.

Endringen i fortolkningen av vphl. § 5-2 vedrørende tidspunkt for offentliggjøring, innebærer at utsteder hvis finansielle instrumenter er notert på en av Oslo Børs' markedsplasser, må offentliggjøre insideinformasjon umiddelbart, uavhengig av børsens åpningstid. Dette vil ha praktisk betydning for offentliggjøring av hendelser og beslutninger som oppstår eller avklares utenom børsens åpningstid, der informasjonen anses å være insideinformasjon, og hvor vilkårene for utsatt offentliggjøring ikke er oppfylt.

Kravet til umiddelbar offentliggjøring av insideinformasjon tar høyde for at det i visse tilfeller vil være behov for noe tid til sette seg inn i det aktuelle forhold som har oppstått, og forberede de opplysninger som skal offentliggjøres. Børsen legger i forlengelsen av dette til grunn at den nye fortolkningen av regelverket ikke medfører en generell plikt for utsteder til å ha en døgnkontinuerlig beredskap for å håndtere eventuelle informasjonspliktige forhold som måtte oppstå. I den grad uforutsette hendelser oppstår på et tidspunkt hvor utsteder ikke kan forventes å ha bemanning til å håndtere situasjonen i det forholdet inntreffer, for eksempel om natten eller i forbindelse med helger, vil utsteder tillates noe mer tid til å områ seg før det gis informasjon til markedet. I tilfeller hvor utsteder på forhånd forventer eller er klar over at en bestemt hendelse vil materialisere seg, vil akseptabel tid normalt være kortere enn for uventede hendelser. Det vil da stilles krav til at utsteder på forhånd har lagt forholdene til rette for en rask og sikker informasjonshåndtering. Hva som er akseptabel tid vil for øvrig som i dag kunne variere fra sak til sak, avhengig av hendelsesforløp, informasjonens karakter og den saksbehandling som anses påkrevd.

3.2 Utsatt offentliggjøring

Offentliggjøring av insideinformasjon kan på nærmere vilkår utsettes, jf. vphl. § 5-3. Utsteder skal ved utsatt offentliggjøring uoppfordret og umiddelbart varsle børsen om forholdet, jf. verdipapirforskriften § 5-1. En slik underretning gir børsens markedsovervåkningsfunksjon anledning til å intensivere markedsovervåkningen av utstedeers noterte verdipapirer, og anvende virkemidler i kursnoteringen dersom det er grunn til å tro at noen i markedet er i ferd med å bli kjent med opplysningene. Formålet med varslingsplikten ved utsatt offentliggjøring er dermed knyttet til tiltak

som kan iverksettes i børsens åpningstid. I lys av dette legger børsen til grunn at ovennevnte fortolkningsendring av når innsideinformasjon skal offentliggjøres, ikke medfører endringer i dagens praktisering av plikten til å varsle børsen underhånden ved utsatt offentliggjøring. Der utsatt offentliggjøring oppstår utenfor børsens åpningstid, vil det dermed også etter endringen trer i kraft være tilstrekkelig at børsen orienteres før børsåpning påfølgende handelsdag.

3.3 Nærmere om praktiseringen av informasjonsplikt ved enkelte typetilfeller

3.3.1 Rettede emisjoner

Fortolkningsendringen vil blant annet kunne medføre enkelte endringer i dagens praksis for informasjonshåndtering i forbindelse med gjennomføring av rettede emisjoner. I dag gjennomføres ofte slike emisjoner ved at det etter markedets stengetid offentliggjøres melding om at det planlegges å gjennomføre en rettet emisjon. I mange tilfeller lukkes boken og utsteders styre vedtar gjennomføring og tildeling samme kveld, men børsmelding om gjennomføring av emisjon offentliggjøres først neste morgen før børsens åpningstid. Utsteder vil fremdeles normalt kunne påberope seg utsatt offentliggjøring vedrørende interesse i ordrebok mv. frem til en styrebeslutning om tildeling og gjennomføring foreligger, men offentliggjøring om gjennomføring av emisjon vil ikke uten videre kunne avventes til morgenen etter at slik styrebeslutning har funnet sted. Skjæringspunktet for når offentliggjøring må finne sted vil etter dette normalt være styrets vedtak hvor pris, volum, tildeling og eventuelt andre vesentlige forhold er avklart. Øvrige prosesser, herunder ferdigstillelse av børsmelding, må således tilpasses dette. Børsen ønsker likevel å presisere at det kan forekomme omstendigheter som tilsier at det er legitimt å utsette melding også etter formelt styrevedtak er fattet, eventuelt at det også må offentliggjøres informasjon før et slikt vedtak. Dette vil måtte bero på en konkret vurdering i hvert enkelt tilfelle.

3.3.2 Års- og halvårsrapporter samt øvrige delårsrapporter for offentliggjøring

Års- og halvårsrapporter samt øvrige delårsrapporter for offentliggjøring (heretter finansielle rapporter) vil i mange tilfeller kunne utgjøre innsideinformasjon. Mange selskaper avholder styremøte for vedtakelse av finansielle rapporter etter børs slutt, og offentliggjør rapporten før børsåpning påfølgende handelsdag. Basert på avklaringer med Finanstilsynet, og hva som synes å være praksis i andre europeiske markeder, er børsens vurdering at dagens praksis i all hovedsak kan videreføres. For de fleste utstedere inneholder finansielle rapporter viktig informasjon til markedet. Analytikere og andre markedsaktører vil innrette seg etter de datoer som er kommunisert for offentliggjøring av den finansielle informasjonen. Utsteder vil også legge til rette for å kunne håndtere spørsmål og gi avklaringer knyttet til de finansielle rapportene når de offentliggjøres. Det er derfor av betydning for god struktur rundt håndteringen av den finansielle informasjonen, at utsteder kan legge til rette for en velordnet og forutsigbar prosess. Det forutsettes at utstedere generelt har innarbeidede prosedyrer for håndtering av finansielle rapporter fra styrets godkjenning og frem til offentliggjøring finner sted, som sikrer den nødvendige konfidensialitet.

Børsen er på bakgrunn av ovennevnte av den oppfatning at det ikke vil være i strid med verdipapirhandelens krav om å offentliggjøre innsideinformasjon uoppfordret og umiddelbart, å vedta en finansiell rapport etter børs slutt og offentliggjøre rapporten før børsåpning den påfølgende dag. Det presiseres at dette gjelder under forutsetning av at det er offentliggjort en finansiell kalender, og at den finansielle rapporten publiseres på den datoen som er kommunisert til markedet i henhold til dette. Det vises for øvrig til Børsens IR-anbefaling pkt. 2.1 om at finansielle rapporter med tilhørende meldinger og presentasjoner, bør offentliggjøres senest kl. 08.00 påfølgende børsdag.

I forbindelse med helger og helligdager må det også legges opp til at den finansielle rapporten kan offentliggjøres så raskt som mulig etter tidspunkt for vedtakelse. Der offentliggjøring i henhold til

finansiell kalender skal skje på en mandag eller dagen etter en helligdag, legger børsen derfor til grunn at styremøtet for vedtakelse av rapporten tidligst kan avholdes kvelden i forveien.

Utstedere som vedtar finansielle rapporter i relevant selskapsorgan i børsens åpningstid, må på samme måte som tidligere offentliggjøre rapporten så snart som mulig.

3.3.3 Forslag og beslutninger om utbytte i tilknytning til vedtakelse av finansielle rapporter

Børsen legger til grunn at informasjon om utbytte som foreslås eller besluttes som en integrert del av styrets vedtakelse av en finansiell rapport, vil kunne offentliggjøres i tilknytning til og på samme tidspunkt som den aktuelle finansielle rapporten.

4 Flaggemeldinger

Det følger av vphl. § 4-3 første ledd at erverv eller avhendelse av aksjeposter mv. som innebærer at visse terskler nås eller passeres, skal meldes til utstederen og til Finanstilsynet eller den Finanstilsynet utpeker. Det regulerte markedet der aksjene er opptatt til handel, er utpekt til mottaker av slike meldinger på vegne av Finanstilsynet. Etter lovens § 4-3 sjette ledd skal melding gis "*straks etter at avtale om erverv eller avhendelse er inngått, eller vedkommende blir kjent med eller burde ha blitt kjent med annen omstendighet (...)*" som fører til at en flaggeterskel nås eller krysses.

Oslo Børs er mottaker av flaggemeldinger knyttet til selskaper som har Norge som hjemstat, og som er notert på Oslo Børs og Oslo Axess. Oslo Børs har frem til nå lagt til grunn at det for flaggepliktig verdipapirhandel som finner sted etter børsens åpningstid, er tilstrekkelig at melding sendes til utsteder og børsen for offentliggjøring innen børsåpning kl. 09.00 den påfølgende børsdag. En slik forståelse fremgikk også av børsens sirkulære 5/2012. Finanstilsynet har imidlertid nå påpekt at plikten til å sende inn flaggemeldinger må knyttes til tidspunktet hvor børsen tilbyr bistand til offentliggjøring av slike meldinger på handelsdager, hvilket vil være i tidsrommet kl. 08.00 – 17.30.

På denne bakgrunn er det besluttet at flaggemeldinger skal sendes til utsteder og børsen for offentliggjøring frem til kl. 17.30 på handelsdager. Flaggepliktige transaksjoner avtalt etter kl. 17:30 må videre sendes i tide til at børsen kan besørge offentliggjøring av disse fra kl. 08.00 påfølgende handelsdag.

Børsens sirkulære 5/2012 er opphevet, men praksisendringen knyttet til tidspunktet for innsendelse av flaggemeldinger vil gjelde fra og med 1. april 2017. For ordens skyld gjøres det oppmerksom på at Finanstilsynet har ansvaret for håndhevelsen av verdipapirhandellovens regler om flaggeplikt.

5 Nærmere om tolkningen av «straks»-kravet for andre informasjonspliktige opplysninger

Løpende forpliktelser for Oslo Børs, Oslo Axess, Nordic ABM og Merkur Market inneholder bestemmelser som stiller krav til at nærmere angitte selskapsbeslutninger mv. offentliggjøres «straks», uavhengig av om opplysningene anses som innsideinformasjon. Endringen vedrørende tidspunkt for offentliggjøring av innsideinformasjon vil ha tilsvarende betydning for offentliggjøring relatert til disse bestemmelsene, slik at man ikke lenger kan avvente offentliggjøring til før børsåpning påfølgende dag, med mindre vilkårene for utsatt offentliggjøring er tilstede.

Forslag og beslutninger knyttet til utbytte er hendelser som i henhold til de omtalte bestemmelser i utgangspunktet skal offentliggjøres «straks», uavhengig av om opplysningene utgjør innsideinformasjon. Som nevnt i pkt. 2.3.3 over legges det imidlertid til grunn at informasjon om utbytte som foreslås eller besluttes som en integrert del av styrets vedtakelse av en finansiell rapport kan offentliggjøres i tilknytning til og på samme tidspunkt som den finansielle rapporten, jf. pkt. 2.3.2 over.

6 Praktiske opplysninger

Utstederne må innrette seg slik at de er i stand til å håndtere sine forpliktelser for offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger også utenom børsens åpningstid. Markedsovervåking og – administrasjon ved Oslo Børs vil være bemannet i tidsrommet fra kl. 08.00 til kl. 17.30 for manuell offentliggjøring av flaggemeldinger mv. og for veiledning. Utstedere har tilgang til meldingssystemet 24 timer i døgnet. For brukere av Oslo Børs NewsPoint er informasjon om kontaktdetaljer rundt brukernavn og passord tilgjengelig under «Kontakt» på innloggingsiden til NewsPoint. Der fremgår det også nærmere opplysninger om brukerstøtte.

1.2 Børssirkulære nr. 2/2017, Endringer i Oslo Børs' IR-anbefaling, 01.03.2017

Den 1. januar 2017 ble kravet i verdipapirforskriften til kvartalsrapportering for aksjeutstedere med Norge som hjemstat opphevet og børsens utstederregler for Oslo Børs og Oslo Axess ble endret tilsvarende. Dette er nærmere omtalt i børssirkulære nr. 4/2016. Oslo Børs har som følge av dette gjort enkelte endringer i IR-anbefalingen. anbefalingen er også oppdatert for å være i samsvar med Finanstilsynets fortolkning av tidspunkt for offentliggjøring av innsideinformasjon omtalt i børssirkulære nr. 1/2017.

I det følgende gis en kort oppsummering endringene i anbefalingen:

- Utstederne anbefales å publisere delårsrapport for første og tredje kvartal i tillegg til det lovpålagte kravet til års- og halvårsrapport. Det anbefales at halvårsrapport og delårsrapport for første og tredje kvartal offentliggjøres så raskt som mulig og senest den 15. i den andre måneden etter regnskapsperiodens utgang. Dette tilsvarer samme tidsaspekt som tidligere var angitt i anbefalingen knyttet til kvartalsrapportering.
- Årsrapporten anbefales offentliggjort så raskt som mulig og senest tre måneder etter regnskapsperiodens utgang, med mindre selskapet har avlagt en delårsrapport for fjerde kvartal innen slik dato.
- Det anbefales videre at delårsrapport for første, tredje og eventuelt fjerde kvartal avlegges i samsvar med IAS 34 eller tilsvarende regnskapsstandarder for selskaper som rapporterer etter andre anerkjente regnskapsprinsipper tilsvarende IFRS.
- Ovennevnte endringer er innarbeidet i anbefalingens kapittel 2.1.
- Avsnitt 2.2 om offentliggjøring av informasjon utenom børsens åpningstid er fjernet og tidligere pkt. 2.3 er nå pkt. 2.2.
- Det er inntatt en nærmere omtale av målgruppen innledningsvis i anbefalingen. Her fremgår det at anbefalingen er utarbeidet for selskaper med aksjer notert på Oslo Børs eller Oslo Axess. Det er presisert at anbefalingen gjelder så langt den passer for selskaper med egenkapitalbevis notert på Oslo Børs. Videre fremgår det at anbefalingen kan være en hensiktsmessig veiledning for selskaper opptatt til handel på Merkur Market.

1.3 Børssirkulære nr. 3/2017, Endringer i priser for førstehåndsmarkedet på Oslo Børs, Oslo Axess, Merkur Market og Nordic ABM, 30.11.2017

Det vil fra 1. januar 2018 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, Oslo Axess og Merkur Market.

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 ^{a)}	Kr 64,70 pr mill kr i restgjeld (pr ISIN)	6 830	51 220
	Avgift for etterfølgende lån	Kr 43,70 pr mill kr i restgjeld (pr ISIN)	5 130	38 420
	Avgift dersom låntager har noterte aksjer/egenkapitalbevis ^{b)}	Kr 43,70 pr mill kr i restgjeld (pr ISIN)	5 130	38 420
	Maks. avgift pr låntager pr år			497 400

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 43,70 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 engangsavgift 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 ^{a)}	3 550
	Andre lån ^{b)}	5 900
	Lån med pant <u>eller</u> garantist	11 800
	Lån med pant <u>og</u> garantist	17 720

- 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)	645	6 450

Kontrollavgift og øvrige avgifter

Oslo Børs har besluttet å justere kontrollavgiften for lånedokumentasjon. 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 ^{a)}		14 370
	Lånebeskrivelse ^{b)}		16 580
	Låntagerbeskrivelse ^{c)}		49 740
	Virksomhetsbeskrivelse ^{d)}		22 080
	Registrering av låneprogram		55 270
Øvrige avgifter	Endring av selskapsnavn	Pr låntager	5 720
	Endring av ticker-kode	Pr ISIN	5 720
		Maks avgift pr låntager ^{e)}	17 130
	Søknader om dispensasjon fra børsens løpende forpliktelser		11 400
	Flytting av lån mellom Nordic ABM og Oslo Børs ^{b)}		11 400
	Restrukturering av lån		11 400
	Regelverkskurs ^{f)}		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 22 900.
- 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 put-klausuler 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:

Introduksjonsavgift	Verdipapir	Notert kapital	Fast avgift (kr)	Maks. avgift (kr)
Oslo Børs (ordinær prosess)	Aksjer/ egenkapitalbevis	Kr 623 pr mill kr i markedsverdi	530 400	1 140 700
Oslo Axess (ordinær prosess)	Aksjer	Kr 566 pr mill kr i markedsverdi	472 200	1 037 000

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 177 700 for ordinær prosess og kr 355 200 ved fleksibel prosess. Tilsvarende beløp faktureres ved søknad om børsnotering/opdatert 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 redegjørelse eller søknad (revidert oppdatert redegjørelse i fleksible noteringsprosesser) endres til inntil kr 221 200.

For fast track-noteringsprosesser holdes introduksjonsavgiften uendret på kr 2 990 000.

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 355 200, hvorav halvparten faktureres ved innledende møte, og halvparten ved notering.

Avgift for behandling av søknad om fristutsettelse for første noteringsdag endres til kr 30 500.

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

Introduksjonsavgift for midlertidig notering av aksjer på egen ticker endres til 0,1035 % av markedsverdi, maksimum kr 644 600. Det påløper ikke ytterligere registreringsavgift når eller hvis aksjer på egen ticker slås sammen med de allerede noterte aksjene.

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

For 2018 fastsettes årlig kursnoteringsavgift til kr 84,60 pr million kr i markedsverdi for selskaper notert på Oslo Børs. Minimums- og maksimumsavgiften settes til hhv. kr 187 900 og kr 1 386 000. Årlig kursnoteringsavgift for selskaper notert på Oslo Axess holdes uendret.

Overføringsavgiften for Oslo Axess-selskaper som søker notering på Oslo Børs endres til kr 260 900, hvorav halvparten påløper ved søknad og resten ved notering.

Overføringsavgift for Merkur Market-selskaper som søker notering på Oslo Børs eller Oslo Axess endres til 65 % av ordinær introduksjonsavgift pluss fast avgift på hhv. kr 200 000 og kr 170 000.

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 30 000 for ordinære redegjørelser.
- Kr 62 750 for redegjørelser som omfatter domisilskifte.
- Kr 125 700 for redegjørelser som omfatter vesentlige restruktureringer som scheme of arrangements og tilsvarende.

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 260 900.

For tegningsretter endres kursnoteringsavgiften til kr 31 100.

Avgift ved endring av selskapsnavn og/eller ticker justeres til kr 17 100. For utsteder som har flere instrumenter notert på Oslo Børs' markedsplasser endres maksimal avgift til kr 22 900.

Kontrollavgift i forbindelse med søknad om dispensasjon fra børsens løpende forpliktelser, som dispensasjon fra krav om utvidet melding og/eller informasjonsdokument, endres til kr 11 400. 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 68 550.

Avgift for kontroll av prospektsammendrag i henhold til verdipapirhandelloven § 7-5 (1) nr. 11, jf. verdipapirforskriften § 7-2 (1), litra e endres til kr 68 550.

For kontroll av tilbud og tilbudsdokumenter endres kontrollavgiften til kr 207 200 pr tilbud, pluss kr 71,10 pr mill kr i markedsverdi (for de aksjene som omfattes av tilbudet), tilsammen maksimalt kr 355 200.

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 59 250 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 23 700. Behandling av søknad om reduksjon av garanti endres til kr 23 700 for hver søknad.

Registreringsavgift for aksjer og tegningsretter

For gjennomførte aksjeemisjoner med emisjonsproveny på inntil kr 29 mill blir registreringsavgiften som følger:

Emisjonsproveny	Avgift
Opptil kr 1 mill	kr 1 160
Fra kr 1 mill – kr 5 mill	kr 5 800
Fra kr 5 mill – kr 10 mill	kr 13 900
Fra kr 10 mill – kr 29 mill	kr 29 000

For øvrige emisjoner endres avgiftssatsen til 0,1035 % av provenyet. Maksimal registreringsavgift justeres til kr 644 600.

For tegningsretter økes registreringsavgiften til kr 25 900.

Registreringsavgift for midlertidig notering av aksjer på egen ticker endres til kr 25 900.

3. Aksjer, egenkapitalbevis og tegningsretter m.m. tatt opp til handel på Merkur Market

Introduksjonsavgift for aksjer og egenkapitalbevis

Fra 1. januar 2018 vil introduksjonsavgiften for aksjer og egenkapitalbevis som skal tas opp til handel på Merkur Market være som følger:

Type avgift	Verdipapir		Minimum avgift (NOK)	Maksimum avgift (NOK)
Introduksjonsavgift (ved notering)	Aksjer/Egenkapitalbevis Ordinær prosess	NOK 20 700 pluss NOK 549 pr. MNOK i markedsverdi	51 750	362 300

Andel av introduksjonsavgift som faktureres etter innsendelse av søknad endres til kr 51 750.

Avgift for fast track-prosedyr holdes uendret på kr 1 050 000.

Avgift dersom børsen pålegger selskapet å sende en ny søknad endres til kr 10 350 til kr 103 500 avhengig av markedsverdien på selskapet.

Avgift for opptak til handel av ny aksjeklasse endres tilsvarende som introduksjonsavgift for ordinære opptak.

Avgift for midlertidig opptak av aksjer i en aksjeklasse som allerede er notert på Oslo Børs eller Oslo Axess endres til 0,026 % av markedsverdi, minimum kr 20 700, maksimum kr 310 500.

Ekstra avgift ved opptak til handel av «tildelingsretter før utstedelse» endres til kr 155 300.

Ekstra avgift ved søknad om utsatt frist for første handelsdag endres til kr 10 350.

Årlig avgift, kontrollavgifter, registreringsavgifter m.m.

Årlig avgift for aksjer og egenkapitalbevis som er tatt opp til handel på Merkur Market vil fra 1. januar 2018 være som følger:

Markedsverdi	Årlig avgift
Inntil MNOK 80	NOK 51 750 (minimumsavgift)
MNOK 80 - MNOK 250	NOK 51 750 + (MV - 80) * 362

MNOK 250 - MNOK 2 225	NOK 113 290 + (MV - 250) * 19
MNOK 2 225 - MNOK 8 543	NOK 150 815 + (MV - 2 225) * 75
> MNOK 8 543	NOK 621 000 (maks avgift)

Årlig avgift for midlertidig opptak av aksjer en aksjeklasse som allerede er notert på Oslo Børs eller Oslo Axess endres til kr 12 950 per kvartal.

Årlig avgift for tegningsretter endres til kr 15 550.

Ved fisjon, samt ved fusjon eller andre vesentlige endringer i henhold til løpende forpliktelser pkt. 10.1, jf. 10.2 og 10.3 påløper avgift for børsens kontroll av selskapets redegjørelse for fortsatt handel. For redegjørelse for fortsatt handel blir de justerte avgiftene som følger:

- Kr 7 250 for ordinære redegjørelser.
- Kr 25 900 for redegjørelser som omfatter domisilskifte.
- Kr 56 950 for redegjørelser som omfatter vesentlige restruktureringer som scheme of arrangements og tilsvarende.

For overdragende selskap ved fisjon, samt ved fusjon eller andre vesentlige endringer i henhold til løpende forpliktelser pkt. 10.1 (3), jf. pkt. 10.2 og 10.3, der Oslo Børs pålegger selskapet å sende inn et dokument som innholdsmessig tilfredsstillende kravene til søknad om opptak (jf. pkt. 3.2 i børsens opptaksregler), vil det påløpe en avgift på en tredjedel av introduksjonsavgiften, minimum kr 17 250, maksimum kr 120 750. Dersom børsen utover dette pålegger selskapet å følge en tilnærmet ordinær opptaksprosess, vil det i stedet påløpe full introduksjonsavgift.

For gjennomførte aksjeemisjoner med emisjonsproveny på inntil kr 25 mill blir registreringsavgiften som følger:

Emisjonsproveny	Avgift
Opptil kr 1 mill	kr 1 035
Fra kr 1 mill – kr 5 mill	kr 3 105
Fra kr 5 mill – kr 10 mill	kr 6 210
Fra kr 10 mill – kr 25 mill	kr 12 420

For øvrige emisjoner endres avgiftssatsen til 0,052 % av provenyet. Maksimal registreringsavgift justeres til kr 207 000.

Registreringsavgift for midlertidig opptak av aksjer i en aksjeklasse som allerede er notert på Oslo Børs eller Oslo Axess endres til kr 20 700.

For tegningsretter justeres registreringsavgiften til kr 7 250.

Avgift for endring av selskapsnavn og/eller ticker endres til minimum kr 5 180, maksimum kr 21 450.

Avgift for søknad om dispensasjon fra løpende forpliktelser endres til kr 5 180.

4. Avgifter børshandlede fond (ETF'er)

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

2 OPPTAK TIL BØRSNOTERING

2.1 Nye selskaper i 2017

Selskaper som har søkt om notering og er vedtatt tatt opp i 2017:

Navn	Dato for vedtak i styremøte i Oslo Børs	Første noteringsdag
OSLO BØRS		
Targovax ASA ¹	22.03.2017	23.03.2017
BerGenBio ASA	31.03.2017	07.04.2017
Saferoad Holding ASA	15.05.2017	29.05.2017
S.D. Standard Drillnig Plc ¹	26.05.2017	31.05.2017
Sparebank 1 Østlandet	07.06.2017	13.06.2017
EVRY ASA	12.06.2017	21.06.2017
FLEX LNG LTD ¹	14.07.2017	18.07.2017
Fjord1 ASA ²	11.08.2017	15.08.2017
Borr Drilling Limited	28.08.2017	30.08.2017
Infront ASA	25.09.2017	29.09.2017
Sparebank 1 Nordvest	20.09.2017	02.10.2017
Webstep ASA	06.10.2017	11.10.2017
Self Storage Group ASA	19.10.2017	27.10.2017
Crayon Group Holding ASA	31.10.2017	08.11.2017
Komplett Bank ASA	06.11.2017	10.11.2017
OSLO AXESS		
Unified Messaging Systems ASA	19.12.2016	06.01.2017
Songa Bulk ASA ²	22.05.2017	24.05.2017
Northern Drilling Ltd.	24.10.2017	26.10.2017
MERKUR MARKET		
Monobank ASA		16.02.2017
Fjord1 AS		24.05.2017
MPC Container Ships AS		31.05.2017
Grong Sparebank		14.06.2017
Baltic Sea Properties AS		22.11.2017
J.P. Kenny Petroleum Ltd		22.11.2017
Lillestrøm Sparebank		08.12.2017
Tysnes Sparebank		18.12.2017
NOTC		Registrert
Mybank ASA		27.01.2017
Archer Limited New Shares*		04.03.2017

¹ Overføring fra Oslo Axess

² Overføring fra Merkur Market

Northern Drilling Limited	20.03.2017
GoodBulk Ltd	31.03.2017
Golden Close Maritime Corp Ltd	06.04.2017
Avida Holding AB	10.04.2017
MPC Container Ships AS	28.04.2017
Shelf Drilling Ltd	05.05.2017
Western Bulk Chartering AS	01.06.2017
Navios Maritime Containers Inc	12.06.2017
Atlantic Sapphire AS	12.07.2017
Virtualworks Group AS	20.09.2017
2020 Bulkers LTD	04.12.2017

*Midlertidig

3 STRYKNING/SUSPENSJON

3.1 Selskaper som er strøket fra notering

Navn	Vedtaksdato	Siste noteringsdag
OSLO BØRS		
Tide ASA	22.02.2017	23.02.2017
Skiens Aktiemølle	08.06.2017	31.08.2017
Hafslund ASA	03.08.2017	04.08.2017
Weifa ASA	25.10.2017	26.10.2017
RenoNorden ASA	31.10.2017	01.11.2017
Tankers Investment Ltd.	28.11.2017	28.11.2017
OSLO AXESS		
Serodus ASA	20.12.2016	15.02.2017
MultiClient Geophysical ASA	04.05.2017	05.05.2017
MERKUR MARKET		
Oxxy Group PLC	14.08.2017	21.08.2017

3.2 Strykningsaker

3.2.1 Island Offshore Shipholding L.P. – overtredelse av ABM-reglene – strykning av obligasjonslån fra notering på Nordic ABM, 01.06.2017

1 Innledning

Saken dreier seg om hvorvidt Island Offshore Shipholding L.P. («Selskapet») har brutt ABM- reglene punkt 3.1.5 (5), ved å unnlate å besvare en rutinemessig henvendelse fra Oslo Børs fremsatt den 10. mars 2017. Bakgrunnen for henvendelsen var undersøkelser vedrørende Selskapets overholdelse av informasjonsplikten, jf. ABM reglene 3.2.

Børsen har senere sendt gjentatte påminnelser til Selskapet, men de har ikke resultert i svar fra Selskapet. Selskapets tilsvarende på kontradiksjonen i denne saken besvarer delvis vår forespørsel av 10. mars, men enkelte av spørsmålene er fremdeles ikke besvart. Således har Selskapet fremdeles ikke fullstendig oppfylt opplysningsplikten til Oslo Børs som alle selskaper med lån på notert på Nordic ABM er underlagt.

Den 23. mars 2017 besluttet Oslo Børs å ilegge Selskapet offentlig kritikk, jf. ABM reglene pkt. 8.1, som følge av overtredelse av reglene om offentliggjøring av halvårsregnskap. Selskapet har tidligere også mottatt kritikkbrev for sen offentliggjøring av regnskapsrapporter.

Selskapet har heller ikke overholdt fristen for offentliggjøring av revidert årsregnskap for 2016, jf. ABM reglene pkt. 3.4.7. Fristen utløp 2. mai 2017, og rapporten ble først offentliggjort den 12. mai d.å. Dette skjedde om lag ett døgn etter at Selskapet mottok forhåndsvarsel om mulig strykning på kontradiksjon i denne saken. Det presiseres at Selskapet proaktivt varslet børsen om at årsrapporten ville bli offentliggjort etter utløpet av fristen.

2 Kort om Selskapet og det noterte lånet

2.2 Selskapet

Selskapet ble etablert i 2004 og er registrert på Cayman Islands. Selskapets hovedkontor er i Ulsteinvik.

I følge Selskapets årsrapport for 2016, som ble offentliggjort den 12. mai 2017 eier Island Investment LLC og Borgstein Skipsinvest 49,5 % av Selskapet hver, og Amnor LLC eier 1 %. Det opplyses på Selskapets nettsider at Ulstein og Chouest familiene er majoritetseiere i Selskapet.

Selskapets virksomhetsområde er ulike segmenter innen offshore supply. I følge sist offentliggjorte kvartalsrapport, Q4- 2016, har Selskapet en flåte på 25 skip. Ved utløpet av 2016 var 10 av skipene i opplag, men fem av disse skipene var forventet tilbake i drift i mars 2017 som følge av nylige kontraktstildelinger. Selskapet kommuniserer også i fjerdekvartalsrapporten at markedsratene er lave på et ikke bærekraftig nivå, men at det observeres indikasjoner på et forbedret aktivitetsnivå for sektoren.

I samme rapport står det at Selskapet den 22. november 2016 påberopte seg betalingsstans med sine sikrede kreditorer som følge av vedvarende svake markedsforhold. I rapporten står det også at forhandlinger for å få etablert en langsiktig og bærekraftig finansiering av Selskapet, er påbegynt og går fremover.

Utvalgte reviderte og konsoliderte regnskapstall:

MNOK	2014	2015	2016
Inntekter	2740,2	2457	1896,2
Driftsresultat	970,6	366,9	-573
Årsresultat	396,4	-384,9	-929,9
Sum eiendeler	12834	11790,6	10039
Sum gjeld	9884,8	9330,1	8407,1
Kontantbeholdning 31.12.	390,4	271,2	142

I følge noten til gjeldsposten i årsrapporten for 2016 er Selskapet i brudd med finansielle covenants og alle langsiktige lån har blitt reklassifisert som kortsiktige.

EY er Selskapets revisor og det fremkommer i revisjonsrapporten for 2016 at det er vesentlig usikkerhet knyttet til videre drift («material uncertainty related to going concern»).

Selskapets offentliggjorde Q1-2017 den 29. mai 2017. Det fremkommer at Selskapet solgte tre av sine skip i perioden som ett ledd i den pågående restruktureringen. Antall skip i opplag har falt fra 10 i forrige kvartal til 5 skip i opplag pr 1. kvartal 2017. Det gjentas at Selskapet er i brudd med finansielle covenants og har bedt om waivers fra kreditorene uten at dette er mottatt enda. Selskapets sikrede kreditorer har fått Selskapets forslag til restrukturering til evaluering, og evalueringen pågår fortsatt. Det anslås at en langsiktig løsning med de sikrede kreditorene først kan være på plass ved utløpet av andre kvartal 2017. Selskapet gjentar også at all nedbetaling av gjeld er stanset til samtlige finansielle kreditorer. Selskapet antar at likviditetssituasjonen vil være stabil, men utfordrende den neste perioden.

Kontraktstildelingene i første kvartal 2017, som bl.a. var utgangspunkt for vår forespørsel til selskapet i mars, beskrives i Q1 rapporten som viktige. De inngåtte dagratene anses som lave, men akseptable tatt i betraktning av alternativet er videreført opplag. Kontaktene er med strategisk viktige og tilbakevinnende kunder.

2.2 Det noterte lånet

Selskapets obligasjonslån er notert på Nordic ABM. Øvrige detaljer:

Emisjonsdato/Noteringsdato:	5. april 2013/ 17. september 2013
Opprinnelig forfallsdato:	5. april 2016*
Opprinnelig lånebeløp:	NOK 500 mill. (utvidet med 200 mill. i mars 2014)
Tillitsmann:	Nordic Trustee
Tilretteleggere:	Carnegie, Arctic Securities og DNB Markets

* Obligasjonseiermøte 16. mars 2016: Låneforfall utsatt til oktober 2018, som ledd i en større restrukturering.

3 Nærmere om saken

3.1 Bakgrunn

Bakteppet for børsens henvendelse til Selskapet den 10. mars 2017 var artikler publisert på E24 den 2. mars og i Finansavisen den 3. mars 2017. Disse artiklene viste også til oppslag publisert på www.sysla.no. Oppslagene var positivt vinklet for Selskapet og fokuserte på kontraktstildelinger til fire av skipene i Selskapets flåte som har ligget i opplag, og at 300 permitterte ansatte tas tilbake. Selskapet ble sitert på at dette var en «kjempeopptur» og at «det å kunne få folka sine i arbeid igjen, få fartøyene i drift og ikke minst tjene penger igjen er avgjørende for den videre driften».

Oslo Børs gjennomgår daglig mediebildet og selskaper med noterte verdipapirer kontaktes når vi identifiserer nyhetsartikler med innhold som potensielt kan være innsideinformasjon som børsen ikke kan se er utlignet i form av børsmelding, slik som i dette tilfellet. Børsen bestreber seg for å kontakte selskaper så tidlig som mulig på telefon og intensjonen er å gi det aktuelle selskapet en mulighet til å vurdere om innholdet i nyhetsartikkelen utgjør innsideinformasjon og eventuelt utligne denne informasjonen i børsmelding før markedet åpner. Selskapets børskontakt ble forsøkt kontaktet på telefon flere ganger på morgenen den 3. mars, men vi oppnådde ikke kontakt. Børsens telefonhenvendelse ble heller ikke returnert senere. Dette er ikke i tråd med ABM reglene pkt. 3.1.4 som fastsetter følgende: «Låntager skal til enhver tid ha utpekt en person som skal kunne kontaktes av Nordic ABM. Kontaktpersonen skal kunne nås uten unødig opphold».

3.2 Børsens henvendelser

Proessen med å innhente Selskapets vurderinger av de nevnte artiklene opp mot informasjonsplikten, jf. ABM reglene pkt. 3.2.1.1, pågikk i om lag 3,5 uker som nærmere beskrevet i denne tabellen.

Dato	Hendelse
3. mars	Diverse medieoppslag. Utgangspunkt for børsens undersøkelser. Børsen med forsøk på telefonkontakt med Selskapets børskontakt.
10. mars	Skriftlig henvendelse til Selskapet fra Oslo Børs. Svarfrist 20. mars.
10. mars	Kort respons fra Selskapet.
20. mars	Ikke mottatt svar fra Selskapet.
23. mars	Påminnelse sendt. Svarfrist 27. mars.
27. mars	Ikke mottatt svar fra Selskapet.
30. mars	Påminnelse sendt. Ber om svar så raskt som mulig.
30. mars	Selskapet bekrefter mottak av e-post.

Børsen fulgte opp de innledende forsøkene på kontakt med Selskapet med en skriftlig henvendelse den 10. mars, hvor de nevnte nyhetsopplagene ble adressert og satt i sammenheng med selskapets siste børsmelding, Q3-2016 rapporten, som ble offentliggjort den 30. november 2016.

Børsen etterspurte:

- Selskapets vurderinger av om kontraktstildelingene utgjorde innsideinformasjon for det noterte obligasjonslånet.
- Bakgrunnen for at kontraktstildelingene ikke var offentliggjort i børsmelding.
- Tidspunktet for kontraktstildelingene.

Svarfrist ble satt 10 dager frem i tid. Børsens spørsmål ble stilt i lys av Q3-2016 rapporten som fremhever en rekke negative forhold for Selskapet. Eksempelvis fremgår det av Q3-2016 rapporten at Selskapet har 11 skip i opplag og at det forventes en opptrapping av antall skip i opplag fremover. Et annet eksempel er at rapporten viser til pågående restruktureringsprosesser mot Selskapets kreditorer og at forutsetningen for fortsatt drift er basert på at det oppnås en løsning i forhandlingene. Med bakgrunn i det negative innholdet i Q3-2016 rapporten fastholder Oslo Børs at spørsmålene om informasjonsplikt knyttet til positive nyheter for Selskapet, jf. nevnte medieoppslag, var relevante i overvåkingsøyemed.

Den 10. mars mottok børsen en umiddelbar bekreftelse på at henvendelsen var mottatt og lest, men børsen mottok aldri svar på spørsmålene innen den oppsatte fristen.

Den 23. mars sendte børsen en påminnelse til Selskapet. Ny svarfrist ble satt til 27. mars samt at bestemmelsen om utsteders opplysningsplikt, jf. ABM reglene pkt. 3.1.5 (5) ble særskilt fremhevet.

Denne svarfristen ble heller ikke overholdt. Den 30. mars sendte børsen nok en påminnelse hvor vi ba om et svar så raskt som mulig. I mellomtiden ble Selskapet kritisert av børsen for sen offentliggjøring av halvårsrapporten for 2016. I denne beslutningen åpnes det for at strykning av obligasjonslånet vil kunne vurderes ved fremtidig lignende regelverksbrudd. Dette ble Selskapet minnet på i vår e-post av 30. mars. Selskapet bekreftet mottak av e-posten samme kveld, uten at våre spørsmål ble besvart.

Deretter opphørte kontakten mellom børsen og Selskapet frem til oversendelsen av forhåndsvarsel om strykning av obligasjonslån den 11. mai 2017. Selskapet bekreftet umiddelbart mottak av

varselet, beklaget manglende tilbakemeldinger og bekreftet at varselet ville bli besvart innen den oppstilte fristen.

Børsen mottok deretter svar på varselet om mulig strykning den 19. mai, hvor for øvrig enkelte av børsens innledende spørsmål ble besvart. Se kapittel 5 nedenfor for detaljer om innhold.

4 Rettslig grunnlag

ABM reglens virkeområde fremgår av pkt. 1.2. I bestemmelsens andre ledd står det:

«For utenlandske låntagere hvis obligasjoner er eller søkes primærnotert på Nordic ABM (...) gjelder reglene med de endringer og tillegg som følger av kapittel 4.(...)»

Således er utgangspunktet i ABM reglene at Selskapet, selv om det har en utenlandsk selskapsform, også er omfattet av ABM reglene.

Kapittel 4 i ABM reglene åpner for at det kan inngås en særskilt kursnoteringsavtale ved opptak til notering av obligasjonslån utstedt av utenlandske låntagere. I den forbindelse vises det til avtale mellom Oslo Børs og Selskapet datert 15. april 2013. I avtalens punkt 1.2 fremgår det at bestemmelsene som bl.a. følger av ABM reglene inkludert etterfølgende endringer av regelverket skal gjelde for Selskapet fra søknadstidspunktet. Således har Selskapet også avtalerettslig akseptert ABM reglene.

Det følger av ABM reglene pkt. 4.2.1 (2) nr. 2 at børsen kan ilegge låntager sanksjoner i henhold til pkt. 7 og 8 ved brudd på bestemmelsene i noteringsavtalen.

Utstedere med obligasjonslån notert på Nordic ABM har som nevnt en opplysningsplikt ved henvendelser fra Oslo Børs, jf. ABM reglene pkt. 3.1.5 (5):

«Utsteder av lån, utstедers tillitsvalgte og ansatte skal, etter anmodning, gi Nordic ABM all informasjon som ikke er underlagt lovbestemt taushetsplikt og som Nordic ABM anser nødvendig for å overvåke at handelen og noteringen er i samsvar med disse reglene, handelsreglene og generelle regler som følge av verdipapirlovgivning, samt forskrifter gitt i medhold av dette. Informasjonen skal gis på den måten Nordic ABM fastsetter.»

I punkt 7.1 i ABM reglene åpnes det for at lån kan strykes fra notering ved grove og vedvarende brudd på regelverket eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det:

- (1) Nordic ABM kan vedta at et lån skal strykes fra notering hvis det ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for notering eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det. Nordic ABM kan likevel ikke stryke et finansielt instrument hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon.
- (2) Har låntager grovt eller vedvarende brutt bestemmelsene i disse noteringsvilkår, generelle regler som følge av verdipapirlovgivning eller forskrifter gitt i medhold av dette, skal det i alminnelighet anses for å være en særlig grunn som kan tilsi strykning av lånet.
- (...)

5 Selskapets anførsler

Etter at Oslo Børs sendte forhåndsvarsel om mulig strykning av Selskapets obligasjonslån den 11. mai, mottok vi en umiddelbar beklagelse for manglende tilbakemeldinger i e-post den 12. mai.

I Selskapets tilsvarende av 19. mai erkjenner Selskapet at de ikke har hatt tilstrekkelig fokus på å vurdere om de nevnte mediaoppslagene kunne utgjøre innsideinformasjon. Det erkjennes også at Selskapets interne kommunikasjon ikke har vært tilstrekkelig god på dette området. Det presiseres at interne innskjerpinger er gjennomført slik at en fremover vil kunne vurdere informasjonsplikten fortløpende.

Selskapet presiserer også at de aktuelle kontraktstildelingene til skip i opplag ikke hadde vesentlig resultat effekt og således ikke burde ha en kursdrivende effekt. Selskapet innser i ettertid at en burde ha sendt børs melding om forholdet for å unngå tvil.

Selskapet beklager også børs kontaktens utilgjengelighet, og vil fremover sørge for at vedkommende er tilgjengelig og vil besvare eventuelle henvendelser fra børsen.

Selskapet anfører for øvrig at de er i restruktureringsforhandlinger med sine sikrede og usikrede kreditorer og at dette er et svært krevende arbeid som i all hovedsak har tatt administrasjonens oppmerksomhet. Dette har også påvirket Selskapets evne til å offentliggjøre regnskapsrapporter i tide.

Selskapet utdyper rundt offentliggjøringsprosessen for årsregnskapet for 2016 at det siste styremøtet ble avholdt den 8. mai og at samtlige signaturer først var på plass få dager senere, slik at offentliggjøring først skjedde den 12. mai. Selskapet beklager sen offentliggjøring på det sterkeste, men kan ikke se at dette har hatt noen konsekvenser for Selskapets kreditorer, gitt situasjonen man befinner seg i. Børsen vil bemerke at styremøtet for vedtagelse av regnskapene ble avholdt 7. dager etter fristen for offentliggjøring.

Selskapet ber om at Oslo Børs ikke konkluderer med at Selskapets obligasjoner er uegnet for notering, og at man ved vurderingen av strykning tar hensyn til hvilke negative konsekvenser dette vil ha for Selskapets obligasjonseiere.

Selskapet presiserer også at man fremover vil legge vekt på å etterleve ABM – reglene, slik man har påtatt seg gjennom inngåelse av kursnoteringsavtale ved opptak til notering.

6 Børsens vurdering

Oslo Børs følger aktivt opp utstedernes etterlevelse av informasjonsplikten på børsens markedsplasser. Dette er et prioritert arbeid og vurderes av børsen som viktig for å ivareta markedsplassens integritet. Et velfungerende verdipapirmarked kjennetegnes av at alle markedsaktører har tilgang på lik informasjon fra utstederne på samme tidspunkt slik at man kan gjøre sine investeringsbeslutninger på samme grunnlag. Dette resulterer i en markedsriktig prising av de aktuelle instrumentene. Dette er også tilfellet på Nordic ABM hvor Selskapets obligasjonslån er notert.

Markedsplassens integritet påvirkes av utstedernes informasjonshåndtering. Langsiktig konsekvenser av svekket integritet ved markedsplassen kan være redusert tilgang på risikokapital, eventuelt tilgang til risikokapital til en høyere kostnad for selskapene. Følgelig prioriterer Oslo Børs å følge opp utstedere når det er mistanke om at innsideinformasjon ikke er håndtert i tråd med regelverket.

Som nevnt, ilegges utsteder en opplysningsplikt til børsen ved notering av lån på Nordic ABM. Anledning til å innhente informasjon fra et selskap er avgjørende for børsens oppfølging av utstedernes etterlevelse av regelverket. Informasjonsinnhenting fra selskapene er således også avgjørende for børsens kontinuerlige arbeid med å legge til rette for en markeds plass hvor markedsaktørene kan forholde seg til det samme informasjonsgrunnlaget for sine investeringsbeslutninger.

Viktigheten av selskapenes opplysningsplikt til børsen understrekes også av at bestemmelsen er lovfestet på regulert marked, jf. børsloven § 24 (7). På Nordic ABM er ikke opplysningsplikten lovfestet, men liklydende bestemmelse er inntatt i ABM reglene.

Oslo Børs oppfatter det som alvorlig når et selskap over tid ikke forholder seg til opplysningsplikten og forhindrer børsens arbeid med oppfølging av selskapenes informasjonsplikt. Oslo Børs kan ikke vise til lignende tilfeller, og vurderer at opplysningsplikten, jf. ABM reglene pkt. 3.1.5 (5) er brutt. Som følge av bestemmelsens viktighet og tydeligheten i bruddet hva gjelder tidsoverskridelse av frister og fraværet av svar på børsens henvendelser, anser børsen at det er behov for å reagere og vurdere om Selskapets obligasjonslån er egnet for notering på Nordic ABM.

I denne vurderingen av sanksjon må det ses hen til at Selskapet i mars ble kritisert av børsen som følge av sen offentliggjøring av regnskapsinformasjon. I saken fra mars uttalte børsen at lignende brudd på regelverket kunne medføre at strykning av obligasjonslånet fra notering ville bli vurdert.

Oslo Børs anser nærværende brudd på opplysningsplikten som både grovt og vedvarende. Ingen andre tilgjengelige reaksjonsformer i ABM reglene kapittel 7 anses hensiktsmessige i denne saken. ABM reglene pkt. 7.1 (2) åpner for at lån kan strykes fra notering på ABM ved grove og vedvarende brudd på ABM reglene.

Bruddet på opplysningsplikten kommer nært i tid etter børsens kritikk av Selskapet i mars. Både bestemmelsene om opplysningsplikt og offentliggjøring av regnskaper anses som viktige bestemmelser i ABM reglene, og etterlevelsen av disse bestemmelsene er sentrale i en vurdering av om instrumentet er egnet for notering. Således finner Oslo Børs det nødvendig å vurdere om Selskapets obligasjonslån er egnet for notering på Nordic ABM.

Etter pkt. 7.1 i ABM reglene fremgår det at Oslo Børs ikke kan stryke lånet hvis dette kan medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgave og funksjon. Det innebærer at det må foretas et bredt skjønn med avveining og vurdering av hensynene for og mot strykning. Det sentrale i avveiningen er Børsens og markedets interesse i å kunne foreta strykning når utstedere systematisk og grovt ikke overholder sentrale bestemmelser i ABM reglene, vurdert opp mot obligasjonseiernes interesse i fortsatt notering.

Oslo Børs anerkjenner Selskapets beklagelser for manglende svar, og vi observerer at det skriftlig bekreftes at det er tatt interne grep hva gjelder den interne kommunikasjonen og håndtering av informasjonsplikten som følger av en ABM notering. Det er også positivt at Selskapet opplyser at de fremover vil vektlegge etterlevelse av ABM reglene og bl.a. sørge for at børskontakten vil være tilgjengelig.

I kontradiksjonen løfter Selskapet frem hensynet til investorene ved en eventuell strykningsbeslutning, men Selskapet har ikke selv pekt på konkrete negative konsekvenser for sine investorer ved en eventuell strykning av lånet.

Et viktig moment i en notering er informasjonsstrømmen fra Selskapet til sine investorer, i dette tilfellet kreditorene. Informasjonsstrømmen til et selskap med noterte verdipapirer skal være ordnet

og forutsigbar. Når Selskapet ikke overholder fristene i regelverket som er ment å regulere en slik informasjonsstrøm, samt deler potensiell informasjonspliktig informasjon i media fremfor i form av børsmeldinger, noe som var utgangspunktet for denne saken, bidrar dette i seg selv til redusert verdi av noteringen for långiverne.

Det er videre enkelte bestemmelser knyttet til informasjonsgiving direkte i låneavtalen, slik som regnskaps- og covenantsrapportering. Disse bestemmelsene i låneavtalen videreføres uavhengig av en notering på Nordic ABM, men informasjonen vil ikke bli distribuert som børsmeldinger. Långiverne er via låneavtalen altså sikret en viss informasjonsstrøm uavhengig av noteringen på Nordic ABM. Rapporteringsforpliktelsene i avtalen følges opp av Nordic Trustee.

Det må også ses hen til hva låneavtalen mellom Selskapet og obligasjonseierne sier om notering av lånet. Lånet ble utstedt under låneavtale av 22. mars 2013, og det står i avtalen at utsteder skal søke om notering av lånet på Nordic ABM, og hvis lånet noteres skal utsteder sørge for at lånet forblir notert inntil det er fullstendig innfridd. Som nevnt, ble lånet restrukturert i 2016, og en ny låneavtale mellom Selskapet og Nordic Trustee ble inngått den 29. mars 2016. Som en del av restruktureringen ble lånet delt i to transjer, og i henhold til den den seneste avtalen fastslås det at Transje A i lånet allerede er notert på Nordic ABM, og at Selskapet skal besørge at Transje A forblir notert frem til denne transjen er fullt innfridd.

Børsen vil fremheve at det er Selskapets forpliktelse å påse at de møter vilkårene i låneavtalene med obligasjonseierne. Selskapet har således under perioden hvor lånet har vært notert på Nordic ABM hatt en klar interesse i å påse at ABM-reglene overholdes slik at noteringen kan opprettholdes. Selskapet har til tross for dette, siden Selskapets obligasjonslån ble notert på Nordic ABM i september 2013, hatt en rekke brudd på bestemmelsene i ABM reglene, hovedsakelig knyttet til tidsriktig offentliggjøring av regnskapsinformasjon, jf. kritikkbrev av 5. august 2014, 20. juni, 2016 og offentlig kritikk av 23. mars 2017.

Bruddet på utsteders opplysningsplikt i denne saken forløp også delvis parallelt med sistnevnte offentlige kritikk, og ble fulgt av enda ett brudd på fristene til offentliggjøring av regnskapsinformasjon som utløp i inneværende måned. Børsen har også en viss forståelse for at Selskapet er involvert i ressurskrevende prosesser som fordrer full oppmerksomhet fra Selskapets administrasjon. Børsen mener imidlertid det er viktig at Selskaper med instrumenter notert på en av børsens markedsplasser har interne rutiner og bemanning som sikrer overholdelsen av de løpende forpliktelsene også i tider som er utfordrende for utsteder. Som det fremgår ovenfor mener børsen det er Selskapets ansvar å sørge for at de er i stand til å oppfylle et vilkår om notering fastsatt i avtalen med obligasjonseierne.

Etter hva Oslo Børs kjenner til har Nordic Trustee konstatert flere brudd på de finansielle covenants i låneavtalen. Nordic Trustee har videre fastslått at de forbeholder seg retten til å erklære lånet som misligholdt. Dette bekreftes også innholdsmessig i Selskapets årsrapport for 2016 som ble offentliggjort den 12. mai 2017.

For øvrig ønsker børsen å presisere at lånet er relativt lite omsatt. De siste 6 måneder har det vært én omsetning i lånet på en post i overkant av NOK 1 million til kurs 25,5 %.

Etter en samlet vurdering av overnevnte mener Oslo Børs at Selskapets obligasjonslån ikke er egnet for notering på Nordic ABM. I denne vurderingen vektlegges gjentatte brudd på ABM reglens bestemmelser om offentliggjøring av regnskapsinformasjon samt nevnte brudd på opplysningsplikten. Oslo Børs har i sin vurdering også sett hen til at Selskapet har beklaget de feil som er begått, og at Selskapet hevder at de fremover vil ha økt fokus på overholdelse av ABM reglene. Det vises imidlertid i liten grad til konkrete tiltak hos Selskapet som vil kunne legges til rette

for bedre regelverksetterlevelse i fremtiden. Børsens vurdering er at dette kombinert med tidligere omfattende regelverksbrudd gjør at det foreligger en ikke ubetydelig risiko for fremtidige alvorlige brudd på ABM regelverket. Samtidig, og som det fremgår ovenfor, mener Oslo Børs at en strykning vil medføre begrenset ulempe for obligasjonseierne og markedet for Selskapets obligasjon. Dette støtter børsens konklusjon i at Selskapets obligasjonslån ikke er egnet for notering på Nordic ABM.

På denne bakgrunn besluttet børsens ledergruppe følgende den 1. juni 2017:

«Island Offshore Shipholding L.P., utsteder av obligasjonslån med ISIN NO0010673866, har brutt ABM reglene pkt. 3.1.5 (5). I henhold til bestemmelsen kan Oslo Børs anmode utsteder om all informasjon som ikke er underlagt lovbestemt taushetsplikt og som Oslo Børs anser som nødvendig for å overvåke at noteringen er i samsvar med ABM reglene. Informasjonen skal gis på den måte som Oslo Børs fastsetter. Selskapet har ikke besvart børsens henvendelse til tross for flere påminnelser.

I tillegg har Selskapet brutt bestemmelsen om at revidert årsrapport skal offentliggjøres senest fire måneder etter regnskapsårets utgang, jf. ABM reglene pkt. 3.4.7 (1). Selskapets årsrapport for 2016 ble offentliggjort den 12. mai 2017. Oslo Børs har reagert overfor Selskapet for lignende regelverksbrudd flere ganger de siste årene.

Oslo Børs anser Selskapets obligasjonslån som uegnet for notering på Nordic ABM, og har besluttet å stryke lånet fra notering, jf. ABM reglene pkt. 7.1 (2). Siste noteringsdag settes til 30. juni 2017».

3.2.2 Iona Energy Company (UK) Ltd – Violation of the ABM-rules – Delisting of bonds from Nordic ABM, 07.11.2017

1 Introduction

The matter relates to whether the bonds issued by Iona Energy Company (UK) Ltd (the “**Company**”) are no longer suitable for listing on Nordic ABM.

As of the date of this letter, the Company has not published annual or interim financial reports since the Q2-report for 2015 was published on 26 August 2015. The last audited annual report published by the Company was the annual report for 2014 which was made public on 29 April 2015.

The question is whether this entails that the Company’s bonds are not suitable for listing and accordingly shall be delisted from trading on Nordic ABM, cf. section 7.1 (1) and (2) of the ABM-rules.

2 The factual circumstances of the case

The Company’s bonds (the “**Bonds**”) with ISIN NO0010689763 was listed on Nordic ABM on 21 March 2014. At the time of the issue of the Bonds, the Company was a wholly-owned subsidiary of Iona Energy Inc. (“**Iona Energy**”), a Canadian oil and gas company with assets in the UK North Sea.

On 24 November 2015, the Company published a stock exchange release³ where Iona Energy informed that the Company together with certain other subsidiaries of Iona Energy would commence insolvency procedures. Iona Energy also informed that given the Company’s level of senior secured debt under its bonds and the concentration of Iona Energy’s assets in the Company, it would be highly unlikely that there would be any residual value for Iona Energy’s shareholders following such process. The stock exchange notice also stated that trading of the shares in Iona Energy on TSX Venture Exchange would be suspended.

³ <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=390101>

Due to the content of the above stock exchange notice, the Oslo Stock Exchange decided to suspend the Company's bonds on Nordic ABM on 25 November 2015.⁴

On 22 December 2015, Nordic Trustee, acting as bond trustee for the Bonds, declared that the Bonds were in default and enforced certain security for the Bonds. On 23 December 2015, the directors of the Company filed for administration of the Company and administrators were appointed 6 January 2016.

Following efforts from the administration to secure a solution for the financial distress of the Company, a stock exchange notice was released on 22 February 2016⁵ where it was announced that the administrators and Nordic Trustee had entered into a conditional share purchase agreement for the sale of 100% of the Company's shares to Decipher Energy Limited. Following approval by the bondholders' meeting, the transaction was completed on 18 April 2017⁶. In connection with the transaction, the bond agreement was also amended with regard to the repayment of the Bonds. At the same date, a notice of end of administration of the Company was filed. The Company has informed the Oslo Stock Exchange that it is no longer dependent on financing from the Bonds to fulfill its capital requirements.

As mentioned above, the Company has not published any financial reports pursuant to the ABM-rules since the Q2-report for 2015 was published on 26 August 2015. The last audited annual report published by the Company was the annual report for 2014 which was announced on 29 April 2015.

3 The Company's account of the matter

The Oslo Stock Exchange understands that the reason for the outstanding financial reporting is mainly the challenging financial situation the Company was subject to prior to being acquired by Decipher Energy Limited, which also entailed that the Company was under administration for a period of time.

The Oslo Stock Exchange has been in contact with representatives of the Company in October 2017, whereby the Company informed the Oslo Stock Exchange that it would not correct the ongoing violations of the mandatory financial reporting rules or recommence financial reporting going forward. The Company has not objected to a delisting of the Bonds.

4 Legal background

Pursuant to section 3.4.7 of the ABM rules, the audited annual financial report shall be made public at the latest four months after the end of each financial year. As stated in the ABM rules section 3.4.6, a half-yearly report or tertial report prepared in accordance with section 3.4.4 shall be made public as soon as possible after the end of the relevant period, but at the latest two months thereafter.

The rules shall secure reporting of the financial situation in the issuer to the investors and other market participants on a regular basis. Financial information is essential for the market's considerations and forms the basis for the investment decisions made by the investors and other market participants, which is reflected in the market's pricing of the relevant financial instrument. A functional financial market is dependent on a steady and diligent flow of information from the issuers to the market which again form the basis for an effective pricing of the financial instruments. The quality of the market place is accordingly affected negatively when there is a breach of the

⁴ <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=390141>

⁵ <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=420815>

⁶ <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=424897>

elementary rules that shall secure the market participants access to financial information on a regular basis.

The Oslo Stock Exchange may decide that bonds issued by a borrower in certain circumstances shall be delisted, cf. section 7.1 of the ABM-rules:

(1) Nordic ABM may decide that bonds issued by a borrower shall be delisted if they no longer satisfy the exchange's conditions or if called for on other special grounds. However, Nordic ABM cannot delist a financial instrument if this can be expected to cause material disadvantage for the owners of the instruments or for the market's duties and function.

(2) If the borrower has grossly or repeatedly violated the provisions of these Rules, the general provisions of stock exchange legislation or legal regulations issued pursuant to such legislation, this shall in general be regarded as a sufficient reason that may call for delisting of the company's bonds.

(...)

The borrower is still subject to the reporting obligations under the ABM-rules when its bonds are suspended by the Oslo Stock Exchange.

5 The Oslo Stock Exchange's assessment

The Oslo Stock Exchange monitors the issuers' compliance with the applicable disclosure obligations on the Exchange's market places. The Oslo Stock Exchange considers this work to be of high importance for maintenance of the integrity of the market place.

Financial information is a key factor in the information regime for listed companies, and constitutes an important part of the Company's duty to provide correct and updated information to the market. Failure to comply with the financial reporting requirements is in itself considered to be a gross breach of the ABM-rules, cf. section 7.1 (2) of the ABM-rules.

As accounted for under item 2 above, the Company has not published any financial reports pursuant to the ABM-rules since August 2015. This implies that the 2015 and the 2016 audited annual reports, which should have been made public within 30 April the subsequent year, have not been published. In addition, the Company should have published a half-yearly report or tertial report prepared in accordance with section 3.4.4 of the ABM-rules within two months after the end of each relevant period. As stated above, the Company has not published any interim financial reports since the Q2-report for 2015 was published on 26 August 2015. Due to the Company reporting on a quarterly basis, the Company should have published the Q3-report for 2015 within 30 November 2015 and subsequent quarters within two months after the end of each relevant period.

As accounted for under item 4 above, financial information from issuers of bonds is considered essential and represents in many circumstances the majority of information provided by a bond issuer to the bondholders and the market. Given the long period of time the Company has not published any financial reports to the market, the Exchange considers the repeated violations of the rules as gross, section 7.1 (2) of the ABM-rules.

The breaches are accordingly persistent and the Company has as mentioned above informed the Oslo Stock Exchange that they will not correct the ongoing violations of the mandatory financial reporting rules or recommence financial reporting going forward.

Nordic ABM is not a regulated market pursuant to the Securities Trading Act and the rules for ABM are accordingly determined by the Oslo Stock Exchange. Pursuant to the ABM-rules, it is not possible to impose violation charges on issuers that breach the rules. The sanctions that can be implemented are limited to criticism and delisting. Given the long period of time with repeated violations of the financial reporting rules by the Company, and the fact that the financial reporting will not recommence, the Exchange does not consider criticism an appropriate measure in this case. The Oslo Stock Exchange therefore finds it necessary to consider whether the Company's bonds are suitable for listing on Nordic ABM.

Pursuant to section 7.1 (1) second sentence of the ABM-rules, the Exchange cannot delist a financial instrument if this can be expected to cause material disadvantage for the owners of the instruments or for the market's duties and function. This implies that a wide discretion has to be made as to the reasons for and against delisting when making the assessment of delisting. The interest of the Exchange and the market in being able to delist issuers which repeatedly and grossly violate key reporting rules must be weighed against the bondholders' interest in a continued listing.

The outstanding amount of the Company's bond loan has been reduced from USD 275 million to USD 525 thousand, which means that the economic interest in the loan has been significantly reduced. In addition, given that the Bonds have been suspended for nearly two years, a delisting of the Bonds will in the opinion of the Exchange not cause a materially changed situation for the bondholders in terms of trading in the Bonds. The disclosure obligations of issuers with bonds listed on Nordic ABM are key elements in the protection of existing and potential investors in the bond loan.

The Exchange understands that the Company has been in a challenging financial situation that has contributed to the lack of financial reporting. However, the rules for timely financial reporting in the ABM-rules apply regardless of the type of situation the relevant issuer is in. While the potential upside in a bond loan is limited to the conditions of the bond agreement, the downside of the issuer not being able to repay the loan in accordance with the agreed terms will always be present. The Exchange is therefore of the opinion that the financial reports of an issuer in financial distress in many circumstances have more information value than from an issuer that regularly complies with its obligations under the bond agreement.

Based on the above, the Oslo Stock Exchange considers that a delisting of the Bonds will not cause any material disadvantage for the bondholders or for the market's duties and function, cf. section 7.1 (1) second sentence of the ABM-rules. The Exchange also notes that the Company has not objected to a delisting of the Bonds.

Following an overall assessment of the above, the Oslo Stock Exchange considers that the Bonds are no longer suitable for listing on Nordic ABM. The Company has for a long period of time repeatedly violated the rules on mandatory financial reporting and the violations are still ongoing. Furthermore, the Company has stated that it does not intend to correct the ongoing violations or recommence its financial reporting going forward. As stated above, the Exchange also considers that a delisting of the Bonds will not cause any material disadvantage for the bondholders or for the market's duties and function.

The Oslo Stock Exchange has accordingly reached the conclusion that the Bonds are not suitable for listing on Nordic ABM. The Oslo Stock Exchange has therefore made the following decision:

"The Oslo Stock Exchange considers that the bonds issued by Iona Energy Company (UK) Ltd with ISIN NO0010689763 are not suitable for listing due to repeated and ongoing violations of the ABM-rules on financial reporting. The Oslo Stock Exchange has decided to delist the bonds

from Nordic ABM pursuant to section 7.1 (1) and (2) of the ABM-rules with effect from 20 November 2017. The last listing date will be 17 November 2017.”

4 LØPENDE UTSTEDERREGLER

4.1 Likebehandling av aksjonærer

4.1.1 REM Offshore ASA – overtredelse av løpende forpliktelser pkt. 2.1 om likebehandling – vedtak og begrunnelse fra styrebehandling i Oslo Børs ASA, 16.11.2016

1 Innledning

Saken gjelder spørsmålet om Rem Offshore ASA («Selskapet» eller «REM») har overtrådt Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper («løpende forpliktelser») pkt. 2.1 om likebehandling, i forbindelse med beslutninger om i) trekantfusjon med Solship Invest 1 AS («Solship»), et datterselskap av Solstad Offshore ASA («Solstad»), med oppgjør i form av vederlagsaksjer i Solstad («Fusjonen»), og ii) en forutgående finansiell restrukturering («Restruktureringen»).

Restruktureringen innebærer en forskjellsbehandling av aksjonærer, ved at hovedaksjonær Åge Johan Remøy («Åge Remøy» eller «Hovedaksjonær») gjennom selskaper han kontrollerer ved en rettet emisjon får opprettholde en kontrollerende eierposisjon, mens øvrige aksjonærer vil bli gjenstand for en betydelig utvanning. Blant annet under henvisning til Hovedaksjonærs bidrag i denne rettede emisjonen, er det videre besluttet at Hovedaksjonær, for deler av innskutte beløp i emisjonen, skal tildeles ordinære A-aksjer i forbindelse med Fusjonen, mens øvrige aksjonærer i REM kun mottar B-aksjer med 1/10 stemmerett.

2 Kort om Selskapet, aksjonærstruktur og ledelse

Selskapet eier og drifter en flåte bestående av 18 skip som yter tjenester innen ulike deler av offshorevirksomheten. Flåten er fordelt mellom 11 plattformssupplyskip (PSV), 6 konstruksjonsserviceskip (CSV) og 1 ankerhåndteringsskip (AHTS/OCV). Selskapet har vært notert på Oslo Axess under ticker REM siden 16. september 2009. REM-gruppen har i dag ca. 355 faste ansatte, de fleste i Norge.

Per dags dato har selskapet 134 aksjonærer hvorav 128 er norske investorer og 6 er utenlandske. Hovedaksjonær Åge Remøy eier gjennom selskaper han kontrollerer 78,64 % av utstedte aksjer. Nest største aksjonær er Olympic Ship AS («Olympic») som sammen med konsoliderte selskaper har en eierandel på 10,08 %. Tredje største aksjonær er skipsverftkonsernet Vard Group AS («Vard») med en eierandel på 4,92%. De 10 største aksjonærene i Selskapet kontrollerer til sammen 98,33 % av utstedte aksjer.

Selskapets hovedaksjonær Åge Remøy fungerte som Selskapets administrerende direktør frem til finansdirektør Arild Myrvoll overtok denne rollen med virkning fra 1. mai 2016. Frem til ordinær generalforsamling avholdt i Selskapet 18. mai 2016, bestod styret i Selskapet av Peter D. Knudsen (styrets leder), Inger-Marie Sperre og Åge Remøys voksne barn Maria Remøy Aurvåg og Fredrik Remøy. Etter endringer i styret i Selskapets ordinære generalforsamling avholdt 18. mai 2016, gikk Åge Remøy inn i rollen som styrets leder. Øvrige styremedlemmer er Inger-Marie Sperre og Peter D. Knudsen.

3 Oppsummering av relevante hendelser, sentrale aktører og avtaler

Saksforholdet er komplekst og involverer flere avtaler og aktører. Nedenfor er det derfor inntatt en kort kronologisk oppsummering av viktige hendelser, samt en oversikt over sentrale aktører, avtaler og beslutninger. En mer detaljert beskrivelse av hendelsesforløp og prosesser følger i pkt. 5 nedenfor.

Tidslinje:

- Mars – juni 2016:** Det arbeides med å fremforhandle en finansiell restrukturering av Selskapet gjennom dialog med Hovedaksjonær, finansielle kreditorer og representanter for obligasjonseiere. Samtalene inkluderer etter hvert også skipsverftet Vard som følge at Selskaper mangler finansiering for bygging av et skip.
- 22. juni:** Styret i Selskapet gir administrasjonen fullmakt til å inngå «Master Agreement – Restructuring of the Rem Offshore ASA Group» som trekker opp hovedlinjene for Restruktureringen.
- 27. juni:** Rem annonserer i en børsmelding til markedet planene om en omfattende finansiell restrukturering av Selskapet.
- 29. juni:** Det innkalles til ekstraordinær generalforsamling og obligasjonseiermøter for godkjenning av restruktureringsforslaget.
- Slutten av juni/begynnelsen av juli:** Aker kjøper seg opp til negativ kontroll i et av Selskapets obligasjonslån, og etablerer dialog med Selskapet vedrørende en alternativ løsning som innebærer en sammenslåing av REM og Solstad.
- 5.-18. juli:** Pågående forhandlinger mellom Selskapet, Hovedaksjonær og Aker/Solstad om fusjonsalternativet uten at enighet oppnås i forkant av obligasjonseiermøtet.
- 18. juli:** Obligasjonseiere, deriblant Aker, stemmer ned Selskapets restruktureringsforslag på obligasjonseiermøtet.
- 18. juli-28.juli:** Forhandlinger om fusjon fortsetter. Den 22. juli blir styret i Selskapet enige om hovedlinjene i en avtale om fusjon med Solstad under forutsetning av Akers støtte til en forutgående gjennomføring av Restruktureringen. Slik avtale signeres den 27. juli, og 28. juli meldes denne til markedet.
- 6. september:** Obligasjonseierne stemmer gjennom Restruktureringen og Fusjonen.
- 9. september:** Selskapet offentliggjør signert fusjonsplan og innkalling til ekstraordinær generalforsamling i REM.
- 10. oktober:** Generalforsamling i REM vedtar Restruktureringen og Fusjonen.
- 24. november (tentativt):** Gjennomføring av Restrukturering i REM, og deretter gjennomføring av Fusjon samme dag.

Sentrale aktører:

Åge Remøy:	Største aksjonær i REM som kontrollerer 78,64 % av aksjene gjennom de konsoliderte selskapene Barentz AS (2,54 %), Remy AS (66,43 %), Rem Invest AS (8,83 %) og Rem Maritime Eiendom AS (0,84 %). Reorganiserer sitt eierskap i REM i forkant av Restruktureringen, slik at også det nyopprettede konsoliderte selskapet Forsa AS kommer inn på eiersiden gjennom tegning i den rettede emisjonen som skal gjennomføres i forbindelse med Restruktureringen (selskapene omtales samlet som «Remøygruppen»). Remøy har fungert som administrerende direktør i REM frem til 1. mai 2016, og overtok vervet som styreleder med virkning fra 18. mai 2016.
Finansielle Kreditorer:	Selskapets finansielle kreditorer består av Garantinstituttet for Eksportkreditt, DNB Bank, DVB Bank, Sparebank 1 SMN, Sparebanken Møre, Nordea Bank, Danske Bank, Sparebank 1 Søre Sunnmøre, Eksportkreditt Norge AS, Eksportfinans («Bankene»).
Obligasjonseiere:	Investorer i Selskapets to usikrede obligasjonslån; REM05 med NOK 500 millioner utestående notert på Oslo Børs, og REM04 PRO med NOK 290 millioner utestående notert på Nordic ABM («Obligasjonslånene»).
Vard:	Skipsverftkonsern og aksjonær i REM med 4,92 % av aksjene. Eier også 26,66 % av aksjene i REMs datterselskap Rem Supply AS («Rem Supply»). Inngikk skipsbyggekontrakt med Rem Supply i juni 2014, med REM som påkravsgarantist. Inngår som part i restruktureringsløsningen da skipsbyggekontrakten er kansellert, og Vard som følge av dette har et nettokrav mot Selskapet på NOK 191 721 778. Vards fordring skal gjennom Restruktureringen konverteres til aksjer i REM.
Solship:	Nystiftet heleid datterselskap av Solstad og overtakende selskap i Fusjonen.
Solstad:	Utsteder av vederlagsaksjer i forbindelse med Fusjonen. Opererer innenfor samme virksomhetsområde som REM. Eier og drifter 20 CSV'er, 15 AHTS'er og 9 PSV'er, har 1300 ansatte og er notert på Oslo Børs under ticker "SOFF". Har nylig gjennomført en omfattende finansiell restrukturering som blant annet inkluderer en rettet emisjon mot Aker ASA («Aker») og Solstad-familien, utstedelse av et konvertibelt lån til Aker, samt en reparasjonsemisjon. Etter restruktureringen og før fusjonen med REM, eier Aker ca. 31 %, mens Solstad-familien eier 32,7 % av aksjene i Solstad.
Aker/Aker Capital:	Stor aksjonær i Solstad etter nylig gjennomføring av restrukturering i Solstad. Betydelig investor i REMs obligasjonslån etter kjøp i juni/juli 2016.
Olympic:	Eier sammen med konsolidert selskap, Olympic NOR AS, til sammen 10,08 % av aksjene i REM, og er dermed nest største aksjonær i Selskapet.

Sentrale beslutninger og avtaler:

Det er fire selskapsbeslutninger i REM som står sentralt i saken:

- Styrets vedtak av 22. juni 2016 om å inngå «Master Agreement - Restructuring of the Rem Offshore ASA Group» («Masteravtalen»). Masteravtalen regulerer vilkårene for den finansielle restruktureringen av REM, og er inngått mellom REM, REMs datterselskaper, Bankene, Åge Remøy og Remy AS.
- Styrets beslutning om å inngå «Avtale om fusjon og støtte til refinansiering mv.» («Fusjonsavtalen»). Avtalen ble inngått 27. juli 2016, og regulerer vilkårene for Fusjonen og Akers støtte til Restruktureringen på obligasjonseiermøtet. Avtalen er inngått mellom REM, Åge Remøy, og selskaper kontrollert av Åge Remøy, SOFF, selskaper kontrollert av Solstad familien og Aker Capital AS.
- Styrets beslutning av 8. september 2016 om tiltredelse av fusjonsplan og forslag til generalforsamling om godkjenning av de nødvendige vedtak for å gjennomføre Restruktureringen og Fusjonen.
- Selskapets generalforsamlingsvedtak av 10. oktober 2016, der de nødvendige beslutninger for å gjennomføre Restruktureringen og Fusjonen vedtas av selskaper kontrollert av Åge Remøy, og dermed oppnår tilstrekkelig flertall.

4 Videre fremstilling

En nærmere beskrivelse av sakens faktum følger i pkt. 5 nedenfor. Punktet inneholder en kronologisk fremstilling av hendelsesforløpet (pkt. 5.1), en redegjørelse for børsens undersøkelser i saken (pkt. 5.2) og en nærmere beskrivelse av Selskapets interne prosesser og saksbehandling i forbindelse med de aktuelle transaksjoner, utarbeidet med grunnlag i dokumentasjon fremlagt for børsen (pkt. 5.3). Under punkt 6 følger en beskrivelse av likebehandlingsregelen og rettslig vurderingstema. I pkt. 7 oppsummeres Selskapets argumentasjon. Børsens vurdering og vedtak i saken følger under henholdsvis pkt. 8 og pkt. 9.

5 Faktisk bakgrunn

5.1 Kronologisk fremstilling av hendelsesforløpet

5.1.1 Fremleggelse av kvartalsrapport for 1. kvartal 2016

Den 18. mai 2016 fremlegger Selskapet resultat for 1. kvartal 2016 (*vedlegg 5.1*). Av rapporten fremgår det at Selskapet oppnådde driftsinntekter på MNOK 235,7 (MNOK 315,8), et driftsresultat før avskrivninger (EBITDA) på MNOK 109,3 (MNOK 160,8), og et resultat etter skatt på MNOK 8,7 (MNOK 5,8). (Tall i parentes gjelder tilsvarende periode i 2015).

Totalbalansen for konsernet utgjorde MNOK 7.047 pr. 31.03.2016, mot MNOK 7.380 pr. 31.03.2015. Egenkapitalen pr. 31.03.2016 var MNOK 2.240, tilsvarende en egenkapitalandel på 31,8 % (32 %) av den totale kapitalen. Beholdning av kontanter ved utgangen av 1. kvartal var MNOK 669,4. I tillegg hadde selskapet kortsiktige likvide investeringer på MNOK 25,7. Samlet likviditetsbeholdning inklusiv kortsiktige investeringer utgjorde dermed MNOK 695,2.

Under overskriften «*Hendinger i 1. kvartal*» fremgår:

«Som en følge av det utfordrende markedet selskapet er eksponert for, har ABG Sundal Collier blitt engasjert som finansiell rådgiver i arbeidet med å sikre en langsiktig og bærekraftig kapitalstruktur. Wikborg, Rein & Co er engasjert som juridisk rådgiver.»

Under overskriften «Kommentarer til 1. kvartal» fremgår:

«Svake markedsutsikter og lavere verdianslag medfører at det er foretatt nedskrivninger med MNOK 30 pr 31.03.2016 utover plan. Det presiseres at det foreligger betydelig usikkerhet forbundet med megleranslagene, ettersom få representative salg har vært registrert i markedet. Styret legger til grunn at skipsverdiene vil svekkes ytterligere dersom markedsforholdene ikke endrer seg til det bedre. Selskapet mottar megleranslag halvårlig og neste rapportering hvor det vil bli foretatt en grundigere gjennomgang av skipsverdiene i balansen kommer i forbindelse med 2. kvartalstallene. (...) Styret legger til grunn at markedet for selskapets skip vil være krevende i en lang periode fremover. Det vil fortsatt være fokus på kostnadsbesparende og likviditetsfremmende tiltak, samt tiltak for å bedre kontantstrømmen.»

Under overskriften «Finansiell risiko» fremgår:

«Selskapets likviditet er tilfredsstillende med totalt MNOK 695 (MNOK 716) som tilsvarer ca. 15 % (15,2 %) av selskapets rentebærende gjeld. Selskapet har kontinuerlig fokus på tiltak som ivaretar kontantbeholdningen fremover, og Rem har inngått avtale med sine långivere om å redusere avdragsbelastningen for 2015 og første halvår 2016. Rem offshore har ingen låneforfall i 2016. OCV-skipet som er bestilt på Vard Group (levering i 2018) er ikke finansiert og styret legger til grunn at det vil være krevende å finansiere skipet under rådende markedsforhold. Obligasjonsgjelden har forfall i 2018 og 2019.»

Om Selskapets flåte på totalt atten skip fremgår det at den samlede utnyttelsesgraden i 4. kvartal 2016 var på 75 %.

5.1.2 Annonsering av omfattende restrukturering

I børsmelding av 27. juni informerer REM markedet om en omfattende restruktureringsløsning (vedlegg 4.1).

Restruktureringsløsningen inneholder blant annet følgende hovedelementer:

- Selskapets egenkapital skal styrkes gjennom rettet emisjon mot Hovedaksjonær på minimum NOK 150.000.000 til en emisjonskurs på NOK 0,87 per aksje. NOK 60.000.000 av egenkapitalen tilført gjennom den rettede emisjonen skal benyttes til tilbakekjøp av deler av Selskapets Nye Obligasjonslån (som definert nedenfor) etter at vilkårene for Restruktureringen er oppfylt. For øvrig skal provenyet brukes til å styrke egenkapitalen i Selskapet og Selskapets datterselskaper.
- Selskapet vil, avhengig av blant annet markedsforholdene, vurdere å gjennomføre en etterfølgende reparasjonsemisjon på inntil NOK 20 millioner med emisjonskurs på NOK 0,87 ("Reparasjonsemisjonen"), mot eksisterende aksjonærer i Selskapet som ikke får delta i den rettede emisjonen.
- NOK 513.500.000 av Obligasjonslånene skal konverteres til aksjer i Selskapet («Lånekonverteringen»). Etter kapitalforhøyelser og andre konverteringer, vil obligasjonseierne ha en eierandel på 40 % i Selskapet. Konverteringskursen er NOK 3,73 per aksje.

- Etter konverteringen nevnt ovenfor, skal det gjenværende obligasjonslånet på NOK 276.500.000 erstattes av et nytt obligasjonslån (det "Nye Obligasjonslånet"). Det Nye Obligasjonslånet skal ha en løpetid på åtte år, fastrente på 5,0 % per år som skal betales som kapitaliserbar rente og ingen finansielle gjeldsbetingelser. Det Nye Obligasjonslånet vil være sikret med et andreprioritetspant i skipet "Rem Star" og et førsteprioritetspant i aksjene i datterselskapet Rem Maritime.
- Bankene aksepterer en redusert amortisering på deres bankfasiliteter i 3,5 år, som gir en positiv likviditetseffekt for Selskapet på NOK 1.300.000.000. Alle forfall på banklån blir utsatt med 42 måneder i tillegg til endrede finansielle gjeldsbetingelser for alle fasiliteter.
- Kansellering av skipsbyggekontrakt med Vard. Som kompensasjon for kanselleringen skal Vard motta aksjer som utgjør en eierandel på 4 % på fullt utvannet basis etter kapitalforhøyelser og andre konverteringer. Konverteringskursen er NOK 13,93 per aksje.

Selskaper skriver i børsmeldingen følgende om den forventede effekten av den foreslåtte restruktureringen:

«Restruktureringen vil skape en robust finansiell løsning for Selskapet ut 2019, selv i et "low case-scenario" med begrenset eller ingen utnyttelse av skipene og uten langtidskontrakter. Den samlede effekten av Restruktureringen (...) er forventet å bedre Selskapets likviditet med cirka NOK 3,6 milliarder over en periode på 3,5 år, og redusere netto rentebærende gjeld med cirka NOK 900 millioner. Ved utgangen av 2019, vil Selskapet fortsatt ha en sterk konkurranseposisjon, med en av de yngste flåtene i markedet med en gjennomsnittsalder på under ni år på skipene.»

Om bakgrunnen for og opptakten til det annonserte restrukturingsforslaget fremgår det i børsmeldingen:

«Selskapet har de siste månedene vært i dialog med dets långivere, større obligasjonseiere og majoritetsaksjonærer samt andre vesentlige interessenter. På denne bakgrunn har Selskapet i prinsippet fått aksept for de viktigste betingelsene for en Restrukturering fra disse interessentene.»

Mer konkret er hovedlinjene for Restruktureringen forankret i en rammeavtale mellom Selskapet, dets datterselskaper, Bankene, Hovedaksjonær og Hovedaksjonærs datterselskap Remy AS (Masteravtalen) inngått i forkant av annonseringen (vedlegg 3.3).

5.1.3 Emisjonskurs, utvanning og ny aksjonærstruktur som følge av restrukturering

Kurs i siste aksjeomsetning i REM før annonseringen av restruktureringen var NOK 32,90. Volumveiet gjennomsnittspris («VWAP») siste tre måneder før annonsering var NOK 31,66. Emisjonskursen på 0,87 øre innebærer således en rabatt på 97,35% mot sluttkursen, og 97,25% mot VWAP siste tre måneder. Aksjen er imidlertid lite likvid. I løpet av de tre siste måneder før annonsering ble det handlet totalt 678 aksjer til en verdi av NOK 21.466, fordelt over 4 handler.

Aksjonærstrukturen før og etter gjennomføringen av Restruktureringen vil se slik ut:

Aksjonærer	Før restrukturering, før rep. emisjon	%	Etter restrukturering før rep. emisjon	%	Etter restrukturering, etter rep. emisjon (fulltegnet)*	%
Minoritetsaksjonærer	4.340.746	21,36	4.340.746	1,26	27.328.217	7,44

Åge Remøy samlet	15.977.063	78,64	188.390.856	54,74	188.390.856	51,31
Obligasjonseiere nye aksjer			137.665.714	40,00	137.665.714	37,50
Vard nye aksjer			13.766.754	4,00	13.766.754	3,75
Sum	20.317.809	100	344.164.070	100	367.151.541	100

*Reparasjonsemisjon slik den var utformet før Restrukturering ble knyttet opp mot Fusjonen.

Som det fremgår vil Åge Remøy etter gjennomføringen av Restruktureringen opprettholde en eierandel på mellom 51 % og 55 %. For øvrig innebærer Restruktureringen en utvanning av eksisterende minoritetsaksjonærs samlede eierandel tilsvarende 94 % før Reparasjonsemisjonen.

Om forskjellsbehandlingen Restruktureringen vil innebære i form av utvanning av aksjonærrettigheter fremgår det i børsmeldingen av 27. juni:

«Restruktureringen vil resultere i en vesentlig utvanning av aksjeeiere som ikke deltar i den Nye Egenkapitalen. Den planlagte Reparasjonsemisjonen vil, dersom den blir gjennomført, ikke kompensere den utvannende effekten fullt ut for de resterende aksjeeierne. Etter å ha overveid tilgjengelige alternativer, mener imidlertid Styret at et slikt avvik fra likebehandlingsprinsippet vil være rimelig og nødvendig, gitt Selskapets utfordrende finansielle situasjon, de rådende markedsforholdene, de avtalte vilkårene for Restrukturering og Selskapets behov for fleksibilitet for å sikre den Nye Egenkapitalen»

5.1.4 Videre utvikling

- **Innkallinger for vedtakelse av Restruktureringen:** I børsmeldinger av 29. juni innkaller Selskapet til obligasjonseiermøter i henholdsvis REM04PRO og REM05 for vedtakelse av endringer i Obligasjonslånene som forutsatt i restruktureringsforslaget (*vedlegg 4.2*). Videre innkaller Selskapet til ekstraordinær generalforsamling for behandling av kapitalforhøyelser som inngår i restruktureringsløsningen (*vedlegg 4.3*). Obligasjonseiermøter og ekstraordinær generalforsamling skal avholdes henholdsvis 18. og 21. juli.
- **Aker kjøper obligasjoner:** Den 6. juli kontakter Selskapets administrerende direktør markedsovervåkingen ved Oslo Børs per telefon og informer om at de har blitt kjent med at Aker har kjøpt en kontrollende post i obligasjonslånet REM04PRO, og at Aker også har gjort kjøp i REM05. Administrerende direktør opplyser at Selskapet er usikker på hva dette ville bety for utfallet av avstemningen på det forestående obligasjonseiermøtet. I følge administrerende direktør har det vært samtaler mellom Selskapet og Aker. Man blir enige om at Selskapet skal holde børsen orientert om videre utvikling.
- **Dialog med Aker om sammenslåing med Solstad:** Fredag 15. juli ringer Selskapets finansdirektør til markedsovervåkingen ved Oslo Børs og opplyser om at det har vært dialog mellom Aker og REM siden forrige kontakt med børsen. Selskapet har mottatt et forslag til transaksjon med Solstad fra Aker kl. 23.00 dagen i forveien. Aker ønsker etter det opplyste å gjennomføre en fusjon/sammenslåing mellom Aker og REM. Finansdirektør antar at det vil komme en børsmelding fra REM i løpet av påfølgende mandag (dvs. 18. juli, samme dag som det skal avholdes obligasjonseiermøter), i forbindelse med at det vil bli signert en overordnet avtale. Detaljer rundt transaksjonen skal håndteres senere. Det blir opplyst at forslaget legger opp til at den pågående refinansiering skal gå som planlagt.
- **Restruktureringsløsningen stemmes ned på obligasjonseiermøtet:** Mandag 18. juli 2016 avholdes obligasjonseiermøter for obligasjonseierne i begge obligasjonslånene. Mens Selskapets restruktureringsforslag oppnår tilstrekkelig flertall i REM05 med 72.46 %,

stemmes forslaget ned i REM04PRO da forslaget kun oppnår 31.65 % av stemmene. I en børsmelding av samme dag med tittelen «*Rem Offshore ASA is evaluating strategic alternatives*» opplyser Selskapet om at forslaget er stemt ned (*vedlegg 4.5*). Videre fremgår det at Selskapet er i dialog med sine kreditorer og andre interessenter, og at Selskapet vil komme tilbake med nærmere informasjon.

- **Aker kommenterer videre planer:** På ettermiddagen den 18. juli bekrefter kommunikasjonsdirektør Atle Kigen i Aker til pressen at Aker har obligasjoner i REM, og at Aker har vært blant dem som stemte nei til restruktureringsforslaget.⁷ Videre blir det opplyst at Aker har lagt frem et alternativt forslag for fremtiden til REM der forslaget til restrukturering skal videreføres med påfølgende fusjon mellom REM og Solstad. Kigen uttaler ifølge avisoppslaget videre at «*dialogen med flere av interessentene i Rem Offshore har vært god og at denne vil fortsette*».
- **Selskapet bekrefter at Aker stemte ned restruktureringsløsningen:** Selskapet kommer etter børsens stengetid den 18. juli med en børsmelding, der det med bakgrunn i spekulasjoner i media bekreftes at Selskapet er kjent med Aker stemte ned den foreslåtte restruktureringen på obligasjonseiermøte i REM04PRO (*vedlegg 4.6*).
- **Forhandlinger med Aker/Solstad:** Mandag 25. juli tar Selskapets administrerende direktør igjen kontakt med markedsovervåkingen ved Oslo Børs, og informerer om at det forhandles videre med Solstad/Aker. Man har forhandlet gjennom hele helgen, og det er fullt trykk på å bli enige. Det blir jobbet mot å kunne offentliggjøre en avtale eller foreløpig avtale i løpet av de nærmeste dagene. Administrerende direktør opplyser at de har et lite håp om å kunne offentliggjøre noe den påfølgende dag, men det virker lite sannsynlig.
- **Enighet om Fusjon:** Børsmelding om avtale om fusjon blir publisert før børsåpning torsdag 28. juli (*vedlegg 4.8*).

5.1.5 Annonsering av planer om Fusjon med Solstad

De nærmere vilkårene for Fusjonen slik disse er presentert i børsmeldingen av 28. juli fremgår av Fusjonsavtalen mellom Selskapet, Åge Remøy og selskaper kontrollert av Åge Remøy, Solstad, Aker og selskaper kontrollert av Solstad-familien, der Aker forplikter seg til å stemme for Selskapets Restrukturering i obligasjonseiermøtet, såfremt Selskapets generalforsamling vedtar Fusjonen (Fusjonsavtalen) (*vedlegg 3.4*).

Hovedelementene i Fusjonen er:

- Fusjonen skal gjennomføres som en trekantfusjon i henhold til bestemmelsene i allmennaksjeloven § 13-2, der samtlige av Selskapets rettigheter og forpliktelser overdras til Solship med oppgjør i form av vederlagsaksjer i Solstad.
- Solstad vil i forkant av Fusjonen opprette en ny aksjeklasse med B-aksjer. B-aksjene skal ha begrenset stemmerett, slik at hver B-aksje gir rett til 1/10-stemme i forhold til Solstads eksisterende aksjer, som blir A-aksjer. For øvrig skal B-aksjer ha like rettigheter som Solstads A-aksjer, herunder lik rett til utbytte.

⁷ http://sysla.no/2016/07/18/maritim/planen-til-rem-offshore-fikk-ikke-nok-stotte_132322/

- Aksjonærene i REM skal, med nærmere angitte unntak, motta slike B-aksjer som fusjonsvederlag. B-aksjene skal søkes notert på Oslo Børs så raskt som praktisk mulig i forbindelse med eller etter gjennomføring av Fusjonen.
- Det avtalte bytteforholdet er 0,0696 Solstad-aksjer per REM-aksje. Kursen er basert på avtalt tegningskurs i forslag til rettede emisjoner i Solstad og REM annonsert i juli og juni, på henholdsvis NOK 12,50 og 0, 87 øre.
- Fusjonen er blant annet betinget av at Restruktureringen er gjennomført i forkant av gjennomføringen av Fusjonen. Tilsvarende er også samtlige beslutninger knyttet til Restruktureringen i Selskapets generalforsamling, betinget av at generalforsamlingen også godkjenner Fusjonen.
- Hovedaksjonær gjennom selskaper han kontrollerer skal motta 6.000.000 A-aksjer for de første NOK 75 millionene REM-aksjene han tegner seg for i den rettede emisjonen på totalt NOK 150 millioner, som skal gjennomføres som en del av Restruktureringen i forkant av Fusjonen. Videre skal en person utpekt av Hovedaksjonær gå inn i styret i Solstad fra og med gjennomføringen av Fusjonen.
- Den opprinnelig planlagte reparasjonsemisjonen mot minoritetsaksjonærer i REM erstattes av en rettet emisjon av Solstad B-aksjer på NOK 20.000.000 til en kurs NOK 12,50 per aksjer, det vil si samme bytteforhold som i Fusjonen. Emisjonen skal vedtas i generalforsamling i Solstad, og endelig gjennomføring vil være betinget av at Fusjonen gjennomføres.

Om eierstruktur i Solstad etter gjennomføring av Fusjonen fremgår det i børsmeldingen av 28. juli at forutsatt gjennomføring av forutgående restruktureringer i Solstad og REM, og fulltegnede reparasjonsemisjoner for aksjonærene i begge Selskapene, vil Aker eie 24 % av aksjene og 28 % av stemmene, Solstad-familien vil gjennom selskaper den kontrollerer, eie 23 % av aksjene og 29 % av stemmene, mens Hovedaksjonær og selskaper han kontrollerer vil eie 15 % av aksjene og 9 % av stemmene. B-aksjene vil i antall utgjøre ca. 22 % av samlet antall aksjer utstedt i Solstad.

Videre fremgår det av meldingen av 28. juni at Aker, «*as part of the proposed merger*», vil utstede en vederlagsfri salgsopsjon til et selskap kontrollert av Hovedaksjonær som kan utøves i den trettende måneden etter gjennomføringen av Fusjonen for totalt 6.000.000 B-aksjer (de B-aksjer Hovedaksjonær mottar som vederlagsaksjer for den resterende halvpart av det innskutte beløp i den rettede emisjonen) med utøvelseskurs på NOK 12.50 per aksje.

5.1.6 Fremleggelse av kvartalsrapport for 2. kvartal og vedtakelse av Restrukturering og Fusjon på obligasjonseiermøter

Den 10. august innkalles det til obligasjonseiermøter som skal avholdes den 26. august for vedtakelse av endringer i Obligasjonslånene foranlediget av Restruktureringen og Fusjonen (*vedlegg 4.10*). Den 23. august, tre dager før obligasjonseiermøtene skal avholdes, kanselleres disse, og det innkalles til nye møter 6. september (*vedlegg 4.11*). Kanselleringen begrunnes med at det er besluttet å gjøre enkelte mindre klargjøringer og endringer i vilkårene for Restruktureringen.

Den 25. august publiseres Selskapets resultat for 2. kvartal 2016 og 1. halvår 2016 (*vedlegg 5.2*). Det følger av kvartalsrapporten at Selskapet for 2. kvartal oppnådde driftsinntekter på MNOK 221,7 (MNOK 292), et driftsresultatet før avskrivninger (EBITDA) på MNOK -92,5 (MNOK 154,9), og resultat etter skatt på MNOK -1 119 (MNOK 64,3). (Tall i parentes gjelder samme periode i 2015.)

Det negative resultatet i 2. kvartal skyldes ifølge rapporten kanselleringskostnader i forbindelse med nybygget til Vard på MNOK 191,7 samt nedskrivninger på MNOK 898,7. Justert for disse engangseffektene var EBITDA for kvartalet MNOK 99,2, og resultat etter skatt MNOK -28,5.

Totalbalansen for konsernet utgjorde MNOK 6.104 pr. 30.06.2016, mot MNOK 7.573 pr. 30.06.2015. Egenkapitalen pr. 30.06.2016 var MNOK 1.128, noe som gir en egenkapitalandel på 18,5 %, mot MNOK 2 410 og 32 % per 30.06.2015. Beholdning av kontanter ved utgangen av 2. kvartal var MNOK 662,9. I tillegg har selskapet kortsiktige likvide investeringer på MNOK 24,3. Samlet likviditetsbeholdning inklusiv kortsiktige investeringer utgjør dermed MNOK 687,2, som tilsvarer ca. 15 % (10,5 %) av selskapets rentebærende gjeld.

Under kommentarer til 2. kvartal fremgår det:

«Det er i kvartalet bokført kostnader på MNOK 191,7 i forbindelse med kansellering av nybygget med Vard. Som en del av refinansieringen skal kravet fra Vard konverteres til egenkapital og kanselleringskostnadene får dermed ingen kontanteffekt. Svake markedsutsikter og lavere verdianslag medfører at det er foretatt nedskrivninger med MNOK 898,7 i 2. kvartal og totalt 928,7 pr 30.06.2016 utover plan. (..)

Selskapet hadde i 2. kvartal en kontantstrøm fra operasjonell virksomhet på MNOK 69,1 (MNOK 53,5). (..) Styret legger til grunn at markedet for selskapets skip vil være krevende i en lang periode fremover. Det vil fortsatt være fokus på kostnadsbesparende og likviditetsfremmende tiltak, samt tiltak for å bedre kontantstrømmen.»

Under «Hendelser i 2. kvartal» er det inntatt en beskrivelse av restrukturerings- og fusjonsløsningen og prosessen som ledet frem til dette. Videre fremgår det:

«Som en følge av usikkerheten knyttet til dagens skipsverdier er det foretatt nedskrivninger på MNOK 898 i kvartalet. Dette i kombinasjon med kanselleringskostnadene knyttet til nybygget gjør at selskapet er i brudd med de covenantene som berører egenkapital og verdsettelse av flåten. Selskapet har gjennom standstill avtalen med bankene fått godkjent midlertidig fritak fra gjeldende covenants og har søkt obligasjonseierne om aksept for godkjenning om midlertidig fritak. Dette vil også bli behandlet under obligasjonseiermøte. Da aksept fra obligasjonseiermøte ikke foreligger pr. 30.06.16 er all gjeld ved utgangen av kvartalet klassifisert som kortsiktig gjeld.»

Om Selskapets flåte på totalt atten skip fremgår det at den samlede utnyttelsesgraden i 1. kvartal 2016, var på 75 %.

Den 6. september skal obligasjonseiermøtene avholdes. 10 minutter før møtene skal starte, offentliggjør Selskapet en oppdatering til innkallingen der det er inntatt flere endringer i vilkårene for det Nye Obligasjonslånet (vedlegg 4.12). Videre fremgår det:

«The Bondholders will receive a one-time consent fee of 1.70 % flat on the face value of the respective Bondholder's holdings of bonds (..) subject to (i) approval of the Proposal by the required majorities of Bondholders in both Bond Issues (ii) Completion of the Restructuring and (iii) completion of the Merger.»

Endringene i Obligasjonslånene stemmes gjennom på de aktuelle obligasjonseiermøtene (vedlegg 4.13).

5.1.7 Vedtakelse av Restrukturering og Fusjon på Selskapets generalforsamling

Den 9. september publiseres signert Fusjonsplan og styrets innkalling til ekstraordinær generalforsamling i REM for behandling av Restruktureringen og Fusjonen (*vedlegg 4.14*). Generalforsamlingen avholdes 10. oktober (*vedlegg 4.15*).

På generalforsamling er 90,6 % av de stemmeberettigede aksjonærer representert, herunder samtlige av Hovedaksjonærs stemmer (78,64 %). I antall er fire av totalt 129 minoritetsaksjonærer (selskaper som ikke inngår i Remøy-gruppen), tilstede eller representert på generalforsamlingen. Dette er Selskapets nest største aksjonær Olympic (med total eierbeholdning tilsvarende 10,08 % fordelt over to selskaper, begge representert på generalforsamlingen), Selskapets femte største aksjonær Hareide Elektriske AS (1,8%), og én øvrig aksjonær (0,1 %).

Alle punktene på agendaen blir vedtatt i samsvar med styrets forslag. Olympic stemmer imidlertid mot styrets forslag knyttet til henholdsvis den rettede emisjonen mot Hovedaksjonær og Fusjon.

Til punktet som gjelder styrets forslag om at den rettede emisjonen mot Hovedaksjonæren vedtas, har Olympic bedt om at følgende protokollføres: «*Olympic Ship AS stemmer mot styrets forslag som følge av det de oppfatter som en mangelfull begrunnelse for å tilsidesette fortrinnsretten til de øvrige aksjonærene. Olympic Ship AS mener dette er i strid med likebehandlingsprinsippet slik dette er nedfelt i verdipapirhandelloven og allmennaksjeloven. Forslaget innebærer en urimelig forskjellsbehandling mellom eksisterende aksjonærer i selskapet*»

Olympic har videre bedt om at følgende protokollføres i forhold til styrets forslag om Fusjon: «*Olympic Ship AS stemmer mot styrets forslag som følge av at det ved fusjonen utstedes A-aksjer til majoritetsaksjonær mens øvrige aksjonærer i selskapet mottar vederlagsaksjer med begrenset stemmerett. Olympic Ship AS mener dette er i strid med likebehandlingsprinsippet.*»

5.1.8 Reparasjonsemisjon for REM-aksjonærer i Solstad

Den 10. oktober blir det også avholdt generalforsamling i Solstad der blant annet Fusjonen og reparasjonsemisjonen mot eksisterende aksjonærer i REM blir stemt gjennom («Rem Reparasjonsemisjonen»). Aksjene i Rem reparasjonsemisjonen, som er B-aksjer i Solstad, vil utstedes i forbindelse med eller rett etter gjennomføring av Fusjonen. Rem Reparasjonsemisjonen er således betinget av gjennomføringen av Fusjonen.

Av praktiske grunner har det blitt besluttet at tilbudsperioden i Rem Reparasjonsemisjonen skal løpe samtidig med en tilbudsperiode for en reparasjonsemisjon mot eksisterende aksjonærer i Solstad som ikke fikk delta i rettet emisjon mot Solstad-familien og Aker («Solstad Reparasjonsemisjonen»). Solstad Reparasjonsemisjonen er i ordinære Solstad-aksjer (A-aksjer) på NOK 39.860.137,50, også til en kurs NOK 12,50 pr aksje. Gjennomføring vil ikke være betinget av at Fusjonen gjennomføres.

Tegningsperiodene for de to reparasjonsemisjonene løper i perioden 14.-27. oktober. Sluttkurs for Solstad-aksjen siste dag i tegningsperioden er NOK 13,60, dvs. NOK 1,10 over tegningskursen på NOK 12,50. B-aksjen er ikke utstedt, og det foreligger dermed ikke noen markedspris for denne aksjen som kan sammenlignes med tegningskursen på NOK 12,50. B-aksjen er søkt notert på Oslo Børs, men er på tidspunktet for utløpet av tegningsperioden i Rem Reparasjonsemisjonen ikke vedtatt tatt opp til notering. Ettersom Rem Reparasjonsemisjonen er betinget av Fusjonen vil tildeling av aksjene skje først etter gjennomføring av denne, tentativt 3-4 uker etter allokering og betaling for aksjer tegnet i emisjonen.

Resultatet etter de to reparasjonsemisjonene offentliggjøres i børsmeldinger den 28. oktober (*vedlegg 4.19*). Mens det er en overtegning i Solstad Reparasjonsemisjonen på 43 % av tilgjengelige A-aksjer, utgjør tegningsgraden i Rem Reparasjonsemisjonen 5,25 % av tilgjengelige B-aksjer.

5.1.9 Gjennomføring av Fusjonen

Kreditorfrist for Fusjonen utløper 22. november. Fusjonen skal tentativt gjennomføres 24. november. Restruktureringen skal gjennomføres i REM i forkant av, men samme dag som, gjennomføringen av Fusjonen.

5.1.10 Styrets begrunnelse for forslag om Fusjon, bytteforhold og utstedelse av A-aksjer til Hovedaksjonær

I innkallingen til generalforsamling i REM begrunner styret sin anbefaling om at Fusjonen vedtas slik (vedlegg 4.14):

«Styret mener at den foreslåtte trekantfusjonen ("Fusjonen") mellom Selskapet, Solship Invest og SOFF vil bidra til en robust og industriell løsning hvor Selskapet og SOFF i et sammenslått selskap bedre vil kunne møte et utfordrende marked for offshoreservice-skip. Det sammenslåtte selskapet vil fremstå som en betydelig sterkere enhet og være i en god posisjon til å kunne utnytte den fremtidige oppgangen i markedet som partene har tro på at vil komme. Fusjonen anses også i den foreliggende situasjonen å være den beste løsningen for å ivareta aksjeeiernes verdier. Alternative løsninger har vært vurdert og søkt gjennomført. På denne bakgrunn anbefaler styret at Selskapet innfusjoneres i Solship Invest, mot oppgjør i form av vederlagsaksjer i SOFF i henhold til fusjonsplanen ("Fusjonsplanen").»

Styrets begrunnelse for tildeling av A-aksjer til Hovedaksjonær slik den fremgår av innkalling til generalforsamling, er:

«Styret ser at det foreliggende forslaget til tildeling av fusjonsvederlag innebærer en forskjellsbehandling av aksjonærene i Selskapet og har således vurdert spørsmålet særskilt. Inngåelse av avtalen som innebærer tildeling av A-aksjer til hovedaksjeeieren i Selskapet er et resultat av omfattende og langvarige kommersielle forhandlinger mellom partene der hovedaksjeeieren i Selskapet, for å samtykke til gjennomføring av Fusjonen, har satt som vilkår at hans kontrollposisjon i Selskapet reflekteres i form av en betydelig stemmeinteresse i SOFF.

Det er i den sammenheng sett vesentlig hen til at han alene vil sikre at Fusjonen vedtas i generalforsamlingen i Selskapet som skal vedta fusjonen. Det er vektlagt at det i den foreliggende situasjonen er nødvendig å begrense gjennomføringsrisiko for den planlagte fusjonen og restruktureringsprosessene. Konsolideringen gjennom fusjonen og gjennomføringen av den finansielle restruktureringen i både Selskapet og SOFF samt Akers eierskap vil etablere et betydelig mer finansielt og operasjonelt robust selskap som er bedre posisjonert til å møte de utfordringer bransjen står ovenfor. I en slik sammenheng er det også sett hen til at kompetansemiljøer og arbeidsplasser bedre vil kunne videreføres.

Styret er etter dette av den oppfatning at gjennomføring av Fusjonen, herunder med den forutgående restruktureringen og oppkapitaliseringen i Selskapet, på slike vilkår og med en slik fordeling av fusjonsvederlaget som foreslått er saklig begrunnet og i Selskapets og aksjonærenes beste interesse. Aksept av vilkåret for gjennomføring fra hovedaksjeeierens side er i den foreliggende situasjonen etter styrets vurdering forsvarlig, særlig sett hen til at hovedaksjeeieren i forkant av gjennomføring av fusjonen vil bidra med betydelig ny egenkapital i Selskapet som vil komme det fusjonerte selskapet til gode gjennom Fusjonen, og at det kun er deler av denne nye kapitalen som mottar vederlag i A-aksjer i SOFF.»

Bytteforholdet i Fusjonen er nærmere redegjort for i Fusjonsplanen (vedlegg 4.14), hvor det fremgår:

«Ved fastsettelsen av kurs per aksje i REM har man tatt utgangspunkt i avtalt tegningskurs for den rettede emisjonen REM har avtalt å gjennomføre mot selskaper kontrollert av Åge Johan Remøy,

samt etterfølgende reparasjonsemisjon. Den rettede emisjonen er en del av en full restrukturering av REM-konsernets gjeld, herunder bankgjeld, obligasjonsgjeld og leverandørkrav knyttet til kansellering av en skipsbyggekontrakt. Som ledd i restruktureringen ble det utarbeidet både megleranslag for skipsverdier i REM og verdiberegninger basert på DCF-metoden. Det ble imidlertid tidlig klart at eksisterende aksjekapital hadde liten gjenværende verdi, at eksisterende gjeld måtte reduseres og ny kapital tilføres. Grunnet kapitalstruktur og krav fra aktørene i restruktureringen var det ikke andre interessenter til å delta med nødvendig ny kapital enn selskaper kontrollert av Åge Johan Remøy. Endelig struktur og emisjonskurs ble derfor fremforhandlet mellom kreditorene og Åge Johan Remøy, mer frikoblet fra tradisjonelle finansielle verdiberegninger. Kursen er fremforhandlet av uavhengige parter, og er av den grunn et uttrykk for aksjenes markedsverdi.»

Vedlagt Fusjonsplanen og innkalling til generalforsamling i Selskapet følger en redegjørelse for fastsettelsen av vederlaget i Fusjonen utarbeidet av uavhengig sakkyndig Kjelstrup & Wiggen Consulting («KWC»). Redegjørelsen er utarbeidet i henhold til allmennaksjeloven § 13-10, og skal i henhold til bestemmelsen angi i) hvilke fremgangsmåter som er brukt ved fastsettelsen av vederlaget til aksjonærene i REM, og om fremgangsmåtene har vært hensiktsmessige, ii) en omtale av særlige vanskeligheter ved fastsettelsen av vederlaget, og iii) om vederlaget er rimelig og saklig begrunnet. I redegjørelsen fremgår det at særlige vanskeligheter i forbindelse med fastsettelsen av vederlaget har vært knyttet til:

- i) «Markedskursen og verdiene som er benyttet i vurderingen av Rem Offshore ASA har fremkommet gjennom en kort tidsperiode og gjennom forhandling med selskapets hovedaksjonær og selskapets kreditorer og kan være påvirket av at selskapet har vært under «financial distress». Den samlede løsningen, prisen og vederlaget kan bære preg av det at det har vært begrensede handlingsalternativer utover det som fremkommer av fusjonsplanen.
- ii) Vederlagsaksjene i Solstad Offshore ASA til aksjonærene i Rem Offshore ASA, med unntak for deler av aksjene til hovedaksjonæren, består av aksjer i en ny aksjeklasse (B-aksjer) med kun 1/10 stemmerett av ordinære aksjer i Solstad Offshore ASA. Utgangspunktet for bytteforholdet er basert på markedskurser og verdier for ordinære aksjer. Det vil være usikkerhet knyttet til likviditet og kursdannelse i en ny B aksje sammenlignet med de eksisterende ordinære aksjer i Solstad Offshore ASA. Den underliggende verdi per aksje er imidlertid ikke påvirket av om det er ordinære aksjer eller B-aksjer som mottas som vederlag da alle aksjer har like økonomiske rettigheter.
- iii) Hovedaksjonæren i Rem Offshore ASA mottar 6.000.000 A- og 6.000.000 B-aksjer i Solstad Offshore ASA i vederlag for de aksjer som er tegnet i kontantemisjonen før fusjonen. For de mottatte B-aksjene har hovedaksjonæren mottatt en vederlagsfri salgsoption med innløsningsrett på kr. 12,50 fra Aker Capital AS. Opsjonen kan benyttes i perioden 365-395 dager etter at fusjonen er gjennomført. Opsjonsverdien må ses i sammenheng med vederlaget. Det avtalte oppgjøret i A-aksjer og salgsoptionen har fremkommet gjennom forhandlinger mellom hovedaksjonæren og Aker Capital AS samtidig som det har vært begrensede alternativer. (...)
- iv) Markedskursen i dag er høyere enn det som ble lagt til grunn for bytteforholdet. Dette kan helt eller delvis skyldes mulige fremtidige synergier som kan realiseres etter fusjonen.»

KWC er likevel av den oppfatning at «ingen av de ovennevnte punktene sannsynliggjør et annet verdiutgangspunkt enn det som er presentert i fusjonsplanen, og som ligger til grunn for vederlaget til Rem Offshore ASAs aksjonærer.» Konklusjonen er begrunnet i at verdivurderingene og bytteforholdet er basert på bruk av verdsettelsesmetoder som er vanlige i situasjoner hvor det foreligger «financial distress», og KWC anser dette grunnlaget, de gjennomførte vurderinger og de forutgående forhandlinger for å gi den mest korrekte verdsettelse av verdier i REM og Solstad. Det konkluderes dermed med at vederlaget er rimelig og saklig begrunnet.

5.2 Børsens undersøkelser

Markedsovervåkingen ved Oslo Børs undersøker rutinemessig alle forhold i børsnoterte selskaper som potensielt kan innebære brudd på likebehandlingsregelen. Etter Selskapets børsmelding av 27. juni 2016 der Selskapet annonserte den fremforhandlede refinansieringsløsningen, sendte børsen den 30. juni en henvendelse til Selskapet (*vedlegg 1.1*). Selskapet ble der bedt om en kronologisk redegjørelse for de prosesser som førte frem til restruktureringsløsningen, herunder hvilke andre alternativer som hadde vært diskutert, og hvilke vurderinger man hadde gjort i forhold til likebehandling. Oslo Børs mottok svar fra Selskapet den 7. Juli (*vedlegg 1.2*).

Etter at Fusjonen ble annonsert den 28. juli, fulgte børsen den 30. august opp med en ny henvendelse til Selskapet (*vedlegg 1.3*). Børsen hadde i forespørselen flere oppfølgingsspørsmål knyttet til restruktureringsløsningen, herunder om emisjonskurs og bakgrunn for struktur. Selskapet ble også bedt om å redegjøre for bakgrunnen for tildeling av ulike vederlagsaksjer i Fusjonen, salgsopsjonen til Hovedaksjonær, og Selskapets vurderinger av likebehandling i den forbindelse. Videre ble Selskapet bedt om å fremlegge alle styreprotokoller fra perioden mars til og med august 2016, samt tilhørende dokumentasjon fremlagt for styret som vedgikk Restruktureringen eller Fusjonen. Oslo Børs mottok Selskapet svar og dokumentasjon den 6. september (*vedlegg 1.4*). Børsen sendte en oppfølgende forespørsel den 23. september (*vedlegg 1.5*), og mottok svar den 29. september (*vedlegg 1.8*). Selskapet har senere fulgt opp med dokumentasjon og ytterligere informasjon i e-post datert 12. oktober (*vedlegg 1.10*).

Børsen hadde den 17. august et møte med nest største aksjonær i selskapet, Olympic, på deres forespørsel. I møtet fremførte Olympic sine synspunkter om Restruktureringen og Fusjonen. Oslo Børs redegjorde generelt for børsens regel knyttet til likebehandling, og hvordan børsen kontrollerer og håndhever etterlevelsen at denne, herunder sanksjonsregimet ved et eventuelle brudd. Oslo Børs har videre blitt tilsendt et kopi av et brev fra Olympic til REM av 12. september, der Olympic retter innsigelser mot Restruktureringen og Fusjonen (*vedlegg 6.1*).

Den 21. oktober oversendte børsen Selskapet et forhåndsvarsel om mulig sanksjon for brudd på reglene om likebehandling av aksjonærer, med administrasjonens foreløpige vurderinger i saken vedlagt (*vedlegg 1.12*). Selskapet oversendte sitt tilsvaret innen utløpet av fristen 1. november, sammen med noe ytterligere dokumentasjon (*vedlegg 1.14*).

Utover det overnevnte har det vært noe løpende korrespondanse mellom Oslo Børs og Selskapets juridiske rådgiver Wikborg Rein vedrørende dokumentasjon og oppfølgingsspørsmål (*vedlegg 1.6, 1.7, 1.9, 1.11, 1.13, 1.15, 1.16, 1.17 og 1.18*).

5.3 Nærmere om Selskapets prosesser og saksbehandling

Basert på informasjon innhentet fra Selskapet i forbindelse med børsens undersøkelser, legger børsen til grunn følgende om prosessene som ledet opp til REM-styrets og generalforsamlingens beslutninger om henholdsvis Restruktureringen og Fusjonen:

5.3.1 Prosessen som ledet opp til annonseringen av restruktureringsforslaget

- Selskapet starter i tidlig mars restruktureringsarbeidet og engasjerer ABG Sundal Collier («ABG») som finansiell rådgiver og Wikborg Rein som juridisk rådgiver. I styreprotokoll fra styremøte avholdt 31. mars fremgår det at administrerende direktør Åge Remøy orienterer styret om at administrasjonen har oversendt tallgrunnlag og at ABG er godt i gang med modelleringsarbeidet (*vedlegg 2.1*).
- Selskapet har opplyst at Bankene for første gang blir kontaktet den 22. april med sikte på å presentere utfordringene for disse. Selskapet har videre opplyst at det i slutten av april diskuterer en modell, som for egenkapitalen inkluderer at det skal hentes inn friske penger.

Basert på erfaringer med andre restruktureringer velger Selskapet en modell der ny egenkapital hentes inn for (i) å betale tilbake deler av obligasjonslånet mot at vilkårene for dette lettes; og (ii) å kapitalisere opp gruppen.

- Fra 1. mai overtar tidligere finansdirektør Arild Myrvoll rollen som administrerende direktør etter Åge Remøy.
- Den 11. mai har Selskapet fullført analysen av de sikrede lånene og deres posisjoner. Selskapet kontakter deretter Bankene og forhandler om avdragslettelser. Planen forutsetter at det skal tilføres ny kapital som skal benyttes til å kapitalisere de underliggende datterselskaper hvor Bankene har sine engasjementer.
- Den 18. mai avholdes det styremøte (*vedlegg 2.3*). Til stede i styremøtet er styreleder Peter D. Knudsen, styremedlemmene Maria Remøy Aurvåg, Fredrik Remøy og Inger-Marie Sperre, samt administrerende direktør og finansdirektør. Fra styreprotokoll hitsettes; «*Adm. Dir. redegjorde for pågående prosess om å refinansiere konsernet. Det har vært avholdt en rekke møter mellom bankene, og obligasjonsholdere. På bakgrunn av de tilbakemeldinger selskapet har fått er det forsøkt å skru sammen en skisse til løsning. (...) Det er krevende å møte alle særinteressene i en refinansiering. Posisjonering mellom bankene kan være en utfordring. Obligasjonseiere har ulike synspunkter, og ikke lett å finne en fellesnevner på de tilbakemeldinger som gis. Det jobbes videre i tett samarbeid med ABG og WR. Målsettingen er å få på plass en endelig skisse med virkning fra 01.07.2016.*» Etter dette fatter styret følgende vedtak: «*Informasjonen tas til etterretning. Styret ønsker å holdes løpende orientert om prosessen, og ønsker ukentlige oppdateringer. Styret er opptatt av at alle interesser ivaretas, dette gjelder aksjonærer, banker og obligasjonseiere.*»
- Fra 18. mai skjer det endringer i styret, Maria Remøy Aurvåg og Fredrik Remøy går ut, mens Åge Remøy innsettes som styrets leder.
- Neste styreprotokoll børsen har fått forelagt gjelder styremøte avholdt 12. juni (*vedlegg 2.4*). Styrets leder Åge Remøy og styremedlemmene Peter D. Knudsen og Inger-Marie Sperre deltar i møtet. I tillegg deltar administrerende direktør og finansdirektør. Det fremgår av protokollen at styret i forkant av møtet har blitt forelagt utkast til Masteravtalen. I møtet redegjør ledelsen for kontakten med representanter for obligasjonseiere og Bankene. Om dialogen med Vard fremgår det: «*Det har ikke vært dialog med Vard den siste tiden. Det er innarbeidet i skissen at Vard skal motta 4 % av selskapet som kompensasjon for kansellering av byggekontrakten. Hele skissen blir basert på at vi også finner frem til en avtale med Vard.*»
- Selskapet har opplyst at det i medio juni fører dialog med Hovedaksjonæren om tilførsel av ny egenkapital. På bakgrunn av tilbakemeldinger fra Bankene øker bidraget fra Hovedaksjonæren i skissen fra NOK 50 million til NOK 150 millioner hvor det er lagt opp til at NOK 60 skal benyttes til å kjøpe tilbake usikret gjeld, og resten av beløpet skal benyttes til drift/oppkapitalisering av Selskapet.
- Den 22. juni avholdes det nytt styremøte i REM (*vedlegg 2.5*). I styremøtet deltar styrets leder Åge Remøy, i tillegg til styremedlemmene Peter D. Knudsen og Inger-Marie Sperre samt administrerende direktør. Det er i forkant av møtet sendt ut en presentasjon av Restruktureringen, samt forslag til Masteravtalen som gjennomgås av administrerende direktør. Det fremgår at Selskapet forventer en omforent løsning med Vard innen kort tid. Videre fremgår det at de fremforhandlede forslag mellom Selskapet og Bankene forutsettes godkjent i de respektive kredittkomiteer, og at forslagene til løsning med obligasjonseierne

skal behandles i obligasjonseiermøtet. Styret treffer følgende vedtak: «Styret slutter seg til Master Agreement, og mener den fremforhandlede skissen gi en balansert løsning mellom bank, obligasjonseiere og aksjonærer. Adm. Dir. gis fullmakt til å signere avtalen og andre nødvendige dokumenter for å effektivere Master Agreement.»

- Den 27. juni sender administrerende direktør en e-post til styret hvor det fremgår (vedlegg 1.16): «Vard kom i dag på plass. Nordea har også hatt saken igjennom den første komiteen, med vedtak som innstilt. Vi sender da børsmelding på refinansiering kl. 18.00 i dag. Styret må gjøre noen vedtak fremover, vedlagt følger utkast til protokoll på vedtak som må gjøres innen kort tid.» Den omtalte protokollen gjelder styrets forslag til vedtak på generalforsamlingen om blant annet å godkjenne de nødvendige kapitalforhøyelser mot Hovedaksjonær, Vard og Obligasjonseiere, som forutsettes gjennomført i restruktureringsløsningen. Det er lagt opp til at denne skal behandles som et sirkulasjonsvedtak. Deltakere er styreleder Åge Remøy, samt styremedlemmene Inger Marie Sperre og Peder D. Knudsen. Innledningsvis i protokollen fremgår at Åge Remøy anses inhabil i forhold til behandlingen av sak 4 på dagsorden som vedrører den rettede emisjonen mot ham/selskaper han kontrollerer (vedlegg 1.16).

5.3.2 Kanselleringsavtale med Vard og sideavtale mellom Åge Remøy og Vard

I dokumentasjonen oversendt til Oslo Børs fra Selskapet inngår «Cancellation Agreement for the Ship Building Contract» («Kanselleringsavtalen») mellom Vard (the «Builder»), REMs datterselskap Rem Supply (the «Owner») og REM («the Guarantor») av 28. juni 2016. Av Kanselleringsavtalen fremgår at nybyggkontrakten skal kanselleres mot at Vards fordring konverteres til en aksjeandel i REM tilsvarende 4 % på fullt utvannet basis, uten å inkludere aksjer som Vard allerede eier i REM (avtalen følger som vedlegg til Masteravtalen, inntatt som vedlegg 3.2).

Vedlagt avtalen ligger «Side Letter to Cancellation Agreement» («Sideavtalen») inngått mellom Åge Remøy og Vard (avtalen følger som vedlegg til Masteravtalen, inntatt som vedlegg 3.2). I Sideavtalen har Åge Remøy pådratt seg visse forpliktelser som Vard har satt som betingelse for aksept av Kanselleringsavtalen. Blant annet fremgår det at Rem Supply skal bli oppkapitalisert med NOK 32 millioner i kontanter fra REM, og at dette skal skje uten at Vards eierandel i Rem Supply på 26.66 % utvannes, og uten at Vard er forpliktet til å skyte inn penger eller på annen måte bidra i en slik oppkapitalisering. I avtalen garanterer Åge Remøy personlig for at en oppkapitalisering fra REM skal finne sted. Et brudd på en slik garanti skal innebære at Åge Remøy enten (i) besørger en gjennomføring av en emisjon i Rem Supply som beskrevet, eller ii) betaler Vard NOK 8.531.200, i tillegg til enhver kostnad påført Vard ved et slikt brudd. Det fremgår av vedlegg til Masteravtalen at deler av emisjonsprovenyet til REM fra den rettede emisjonen mot Åge Remøy skal benyttes til en oppkapitalisering av Rem Supply på NOK 32 millioner som forutsatt i Sideavtalen (vedlegg 3.2).

5.3.3 Prosessene som ledet frem til fusjonen

- Selskapet har opplyst at det ble kjent med Akers posisjon i REM04 i begynnelsen av juli, etter første annonsering av restruktureringsplanen. I tiden etter dette foregår det sonderinger mellom Selskapet og Akers representanter opp mot obligasjonseiermøtene, som er planlagt avholdt 18. juli.
- Den 5. juli 2016 blir det avholdt styremøte i Selskapet (vedlegg 2.6). I styremøtet deltar styreleder Åge Remøy, og styremedlemmene Peter D. Knudsen og Inger Marie Sperre, samt administrerende direktør. Av styreprotokollen fremgår det at styret innledningsvis drøfter styreleders habilitet. Styreleder fratrer i drøftelsen. Av protokollen fremgår det videre at styret ikke anser at «Åge Remøy skal fratres som inhabil i den videre drøftelsen i saken som er beskrevet i agendaen». Av styreprotokollen fremgår det deretter at Aker muntlig har kommunisert til selskapet at de har en plan om at REM skal konsolideres med Solstad, og at

Aker har sendt Selskapet og dets rådgivere en skisse hvor det fremgår hvordan Aker ser for seg at skipene skal driftes. Aker har kommunisert til Selskapet at de er negative til at Åge Remøy med familie skal eie over 50 % av REM etter Restruktureringen da dette vil legge begrensninger på omsetteligheten og interessen i aksjen fremover. Styret er av den oppfatning at Aker må fremlegge en mer detaljert og konkret skisse for hvordan et samarbeid og videre drift og utvikling er tenkt, og er inntil videre innstilt på å avholde obligasjonseiermøtet den 18. juni. Styret oppfordrer for øvrig administrasjonen og styrets leder til å gå i dialog med Aker for å avklare alternative utfall.

- Den 11. juli 2016 avholdes nytt styremøte per telefon (*vedlegg 2.7*). I styremøtet deltar styreleder Åge Remøy, og styremedlemmene Peter D. Knudsen og Inger Marie Sperre, samt administrerende direktør Arild Myrvoll. I møtet blir styret informert om at Selskapet kan forvente et utspill fra Aker rundt 14. juli 2016. Styret er opptatt av at dette vil innebære at styret får lite tid til å gjøre en grundig vurdering av Akers utspill før obligasjonseiermøtet skal avholdes. Av protokollen fremgår det videre at styret er av den oppfatning at den fremforhandlede restruktureringsløsningen er en god og balansert løsning for Selskapets kreditorer. Selskapets hovedaksjonær har bekreftet at han vil stille nødvendig kapital tilgjengelig. Styret påpeker at det derfor er lite ønskelig å starte en prosess som gjør at denne må reforhandles.
- I et styremøte avholdt fredag 15. juli 2016 behandler styret tilbudet fra Solstad/Aker (*vedlegg 2.8*). I styremøtet deltar styreleder Åge Remøy, og styremedlemmene Peter D. Knudsen og Inger Marie Sperre, samt administrerende direktør Arild Myrvoll, finansdirektør Ola Beinnes Fosse og Selskapets finansielle rådgiver Arild Engh fra ABG. Styremøtet gjennomføres per telefon. Fra protokollen hitsettes:

«Styrets leder informerte om forslag til avtale som er mottatt fra Aker. Avtalen går i korte trekk ut på at Aker bidrar i obligasjonseiermøte til å stemme gjennom forslaget som det foreligger. Alle punkter i refinansierings skissen til Rem blir så gjennomført. I etterkant fusjoneres Rem Offshore ASA med et 100 % eid datterselskap av Solstad Offshore ASA, og aksjonærene i Rem Offshore ASA får oppgjør i aksjer i Solstad Offshore ASA. Administrasjonen og Åge Remøy (som aksjonær) har gitt tilbakemeldinger på avtalen, som er sammenfallende. Det er to hovedpunkter som er problematiske. (i) I skissen mottar Rem aksjonærene B-aksjer i Solstad. (ii) Rem ønsker å sikre fremtidig drift av mer enn PSV skip fra Fosnavåg. Punkt (i) er meldt tilbake til Aker, og det sonderes mulighetene for å gjøre endringer. Vedr punkt (ii) har administrasjonen fått muntlig tilbakemelding på at Rem også kan få tildelt drift av AHTS skip om Solstad lykkes i å sikre flere selskaper/skip.

Styret er opptatt av at likebehandling av aksjonærene ivaretas så langt det er mulig innenfor det gitte handlingsrommet. At Rem aksjonærene skal motta B-aksjer anses som ikke tilfredsstillende for selskapets aksjonærer og obligasjonseiere. Men samtidig kan situasjonen med å få nedstemt skissen mandag gi et enda dårligere utfallsrom for obligasjonseierne, Vard og de øvrige aksjonærene og vil ikke være i selskapets og aksjeeiernes interesse. Styret søker imidlertid med bistand av rådgiverne å etablere en løsning som er bedre for øvrige obligasjonseiere og eksisterende aksjeeiere.

Det er ikke gjennomført noen grundig vurdering av bytteforholdet. Men det er nylig gjennomført en emisjon i Solstad, og det vil også bli gjennomført en kapitalforhøyelse i Rem. Kursene dette gjøres til danner et utgangspunkt for å sette et bytteforhold. Styret har ikke noen prinsipielle innvendinger til utgangspunktet.»

Styret konkluderer deretter med at obligasjonseiermøtet skal avholdes som forutsatt, under henvisning til at Aker ikke har fremlagt noen alternativ plan for Selskapet og refinansieringen.

- Mellom fredag 15. og mandag 18. juni fortsetter dialogen med Aker, herunder diskusjonene rundt vederlagsstruktur i Fusjonen. Børsen har blitt forelagt følgende sms-dialog mellom styremedlem Peter D. Knudsen og en sentral aktør i Aker som skal ha funnet sted lørdag 16. juli (vedlegg 1.16):

Styremedlem Knudsen skriver:

«En fusjonsavtale mellom Aker/Solstad og Rem må baseres på en aksjeklasse – dette er prinsipielt for meg og Inger Marie ift. å ivareta minoritet og obligasjonseierens interesse i restruktureringen. Vår finansielle rådgiver er også klar på dette. Legger til grunn at dere kan finne frem til en akseptabel aksjonæravtale m. Åge.»

I svar fra representanten fra Aker samme dag blir følgende meddelt:

«Helt enig med deg i at alle aksjonærene i Rem må behandles likt. Derfor er [Rems advokat] sitt innspill om en spesialaksje (nå benevnt som en C aksje) for Åge og B-aksje for resten av REM aksjonærene umulig. En god og likvid B aksje, med gitte rettigheter, må være bedre enn en illikvid REM aksje.»

Styremedlem Knudsen melder så tilbake samme dag:

«Du forstår hva jeg forsøker å si (..) – bind gjerne opp Åge m en aksjonæravtale – a-aksjer i fusjonert selskap er imidlertid en balansert løsning for de som tilfører og konverterer kapital/lån.»

- Børsen har også blitt forelagt et notat datert 16. juli fra Wikborg Rein, som etter det opplyste ble utarbeidet for administrasjonen i Selskapet (vedlegg 1.4). Notatet beskriver en struktur der vederlagsaksjene består av ordinære A-aksjer, B-aksjer med begrenset stemmerett og C-aksjer med en rett til konvertering til A-aksjer på det vilkår at innehaver stemmer likt med Aker i alle forhold i Solstad vedrørende kapitalforhøyelser og styrevalg. Det fremgår da at C-aksjene er tenkt allokert til Remøygruppen som vederlag for de aksjene Remøygruppen mottar ved tilførsel av ny egenkapital i Selskapet (og mulig også obligasjonseiere som følge av konvertering av gjeld). I notatet vurderes likebehandling i forhold til eksisterende aksjonærer i REM og Solstad opp mot en slik vederlagsstruktur. Av notatet fremgår det:

«Vi oppfatter at Oslo Børs aksepterer at påtrengende kapitalbehov kan utgjøre legitime grunner for forskjellsbehandling. I dette tilfellet peker vi på at betingelsene ikke er stilt av Selskapets hovedaksjonær, men i hovedsak en konsekvens av kreditorenes, herunder Akers, posisjon i Selskapet og SOFF. Selskapets oppfatning er dermed at tildeling av C-aksjer til aksjonærer som stiller med ny kapital vil kunne utgjøre saklige grunner. Dette omfatter både krav fra obligasjonseierfellesskapet og Remøygruppen, da begges deltakelse er nødvendige for å sikre Selskapets fremtidige drift. Selskapet er som nevnt av den oppfatningen at egenkapitalen vil være tapt dersom den foreslåtte løsning ikke gjennomføres. Hensynet til Selskapets kreditorer er etter Selskapets oppfatning et lovlig hensyn og i Selskapets situasjon veier denne vurderingen tungt. I lys av dette kan det etter Selskapets oppfatning at allokering av C-aksjer til aksjonærer som bidrar med ny kapital er ikke "klart usaklig, grovt urimelig eller om det er tatt utenforliggende hensyn".»

- Videre har børsen blitt forelagt en e-post datert søndag 17. juli (vedlegg 1.16). E-posten er sendt fra Selskapets advokat til Åge Remøy, samt administrerende direktør og finansdirektør i Selskapet søndag ettermiddag. Fra e-posten hitsettes;

«Vedlagt oversendes

1. Mail mottatt fra Akers advokat sent i går kveld med avtaleutkast og PPT som beskriver B-aksjene de foreslår. Forslaget inneholder en del rent praktiske forslag samt ett nytt kommersielt element: Kun B-aksjer til alle aksjonærer i REM Offshore ASA, men med rett til konvertering til A-aksjer dersom man ikke dobler verdien ila 2 år (pkt. 2.4).
2. Vår mark-up mot forslaget fra Akers advokat, med alle de endringer vi fikk beskjed om å ta inn i dagens telefonkonferanse med Selskapet. Dette sendes i to varianter: «Versjon A-aksjer til alle», som følger de instruksjer vi fikk fra styreformann Remøy i callen i morges og «Versjon B-konvertert til A», som følger undertegnedes forslag om forskjellsbehandling mellom de som konverterer gjeld og de som kommer med kontante penger i emisjonen i REM Offshore ASA.

Det har vært drøftelser mellom Reite og Engh i ettermiddag, delvis med deltakelse fra oss, hvor det har vært drøftet andre modeller. Engh opplyste nettopp på telefonen at Reite hadde kommet tilbake til ham og sagt at det var den oversendte (AAECO-#337309-v12) (Vedlagt) som var et eneste Aker/SOFF ville tilby. (...).

I tråd med den strategi som ble diskutert i helgen, og som også er avstemt med ABG så oversender vi den avtaleversjonen Selskapet instruerer oss om å bruke til Aker i kveld, med beskjed om at alle Remøyselskapene og SMN står bak og vil undertegne denne. Samtidig avises Akers ultimatum og valget faller til Aker om de vil stemme ned forslaget i obligasjonseiermøtet. Vennligst se igjennom de vedlagte mark-up's så raskt som mulig, kom med evt. rettelser, og gi oss en endelig instruks om hvilken av de to variantene vi skal sende. (Vi går ut fra at det er den som heter «A-aksjer til alle», men vi spør en siste gang for ordens skyld.)

Vi sender denne mailen samtidig også til den finansielle rådgiver og til SMN, for å være sikker på at alle får sagt sitt.

Som avtalt sender vi innkalling til bankcall kl. 14:30 i morgenen, for orientering om utfallet av obl.eiermøtet, og diskusjon av evt. videre skritt.»

- Det er opplyst at ovennevnte e-post ikke ble besvart av Åge Remøy eller administrasjonen, og at Aker dermed heller ikke fikk noen tilbakemelding på sitt avtaleutkast. I stedet fortsetter diskusjonene rundt Akers avtaleutkast i styremøter påfølgende dag, dvs. mandag 18. juli, samme dag som obligasjonseiermøtene skal avholdes kl 13.00. Det første styremøtet avholdes per telefon om morgenen kl 11.00 (vedlegg 2.9). I møtet deltar styrets leder Åge Remøy, og styremedlemmene Peter D. Knudsen og Inger-Marie Sperre, samt administrerende direktør og finansdirektør. Fra styreprotokollen hitsettes:

«Obligasjonseiermøte skal avholdes kl 13.00, og styret ønsker å få en siste oppdatering på status i forkant av møtet. Styret ønsker spesielt å bli oppdatert på dialogen som har vært gjennom helgen. Adm. Dir. opplyste at det hadde vært liten fremgang i løpet av helgen. Det har fra selskapets side vært fremsatt et krav om at alle aksjonærene i Rem må likebehandles ved en fusjon med Solstad, og således motta a-aksjer i Solstad ved en fusjon. Dette har administrasjonen ikke lyktes med å få gjennom hos Aker/Solstad. Dette er hovedpunktet som er utestående.»

Videre fremgår det at Selskapets advokat har hatt innspill på at han tror det kan være mulig å få til en løsning hvor den nye kapitalen som kommer inn kan motta B-aksjer, som på et senere tidspunkt konverteres til A-aksjer (forutsatt at det stemmes likt med Aker i kapitalforhøyelser og valg av styre). Om dette innspillet fremgår det at «(s)tyret i Rem mener det er utfordrende med en skisse som forskjellsbehandler aksjonærene, og kan stille hovedaksjonæren i dårlig lys. Hovedaksjonær har tidligere gitt uttrykk for at han er komfortabel med å inngå en avtale om å stemme likt med Aker i kapitalforhøyelser, men en slik avtale må være tidsbegrenset.» Videre diskuterer styret enkelte utestående punkter knyttet til drift i Fosnavåg og behov for bedre beslutningsgrunnlag basert på fakta om refinansieringen av Solstad. Styret konkluderer med at det på det aktuelle tidspunktet ikke er noen omforent avtale med Aker og Solstad, som kan medføre at obligasjonseiermøtet stemmer ned forslag til refinansiering.

- Senere samme dag kl. 14.15 behandler styret per telefon et nytt tilbud fra Solstad/Aker (vedlegg 2.10). I møtet deltar styrets leder Åge Remøy, og styremedlemmene Peter D. Knudsen og Inger-Marie Sperre, samt administrerende direktør og finansdirektør. Obligasjonseiermøtene har blitt utsatt til kl 15.00 som følge av at Aker fremsatte sitt nye tilbud umiddelbart før obligasjonseiermøtet opprinnelig skulle avholdes. I det oppdaterte tilbudet fra Aker kan den nye kapitalen som skal tilføres Selskapet tilbys A-aksjer i Solstad. Fra protokollen hitsettes:

«Hovedaksjonær er fremdeles av den oppfatning at alle aksjonærer bør likebehandles, og har gitt tilbakemelding på at han aksepterer en løsning der alle Rem aksjonærer mottar a-aksjer i det fusjonerte selskapet. Forhandlingene er nå på overtid, og situasjonen er stresset. (...) Styret er av den oppfatning at de kan vurdere å akseptere denne forskjellsbehandlingen av aksjonærene da det alternative utfallsrommet er uoversiktlig. Styret er også klar på at det ikke er noe konkret å ta stilling til så lenge dette ikke er et alternativ for hovedaksjonær. I den foreliggende skisse er det en forutsetning at hovedaksjonær skal bidra med MNOK 150 i ny egenkapital, og er ikke kapitalen på plass har ikke styret noe handlingsrom. Det har også i løpet av de siste minuttene blitt spilt inn fra Aker at hovedaksjonær fra Rem kan få en rett til å selge halvparten av aksjene han tegner i Rem-emisjonen til Aker til emisjonskurs (...). Innspillet kommer sent, og det foreligger ikke mer av detaljer/forutsetninger. Det er derfor umulig for hovedaksjonær å ta stilling til dette få minutter før avstemming. Ingen av forslagene som ble fremlagt på slutten ble formidlet skriftlig.» Styret treffer deretter følgende vedtak: «Informasjonen tas til etterretning. Styret er også av den oppfatning at de kan akseptere noe forskjellsbehandling så lenge det er bedre enn alternativene.»

- I en e-post av samme dag lagt frem for Oslo Børs, videresender Selskapets advokat helgens korrespondanse mellom advokaten og Åge Remøy og Selskapets administrasjon, vedrørende Akers avtaleutkast, til styremedlemmet Peter D. Knudsen (vedlegg 1.16). Fra e-posten hitsettes:

«Takk for samtale. Vedlagt oversendes den mailen vi sendte selskapet ved styrets formann og CEO igår kl. 1855. Den fikk vi aldri noe svar på, og det ble således ikke gitt noe svar til Aker vedrørende Akers forslag fra lørdag kveld (nederst). Som du vil se så er det nederste forslaget identisk med det Aker sa fra om kl 12:59 i dag at de ville akseptere. Det er selvsagt mulig for deg og adv. Sperre å ha en call med meg når dere måtte ha et passende tidspunkt felles. Jeg hører fra deg.»

Det fremgår i svaret at styremedlem Knudsen ønsker en telefonsamtale med Selskapets advokat og styremedlemmet Inger-Marie Sperre kl 18.00.

- Senere på kvelden kl. 19.00 avholdes et nytt styremøte over telefon der det redegjøres grundigere for prosess og dialog gjennom helgen og mandagen (*vedlegg 2.11*). Deltagere er Åge Remøy, Peter D. Knudsen, Inger-Marie Sperre, samt administrerende direktør og finansdirektør. Innspillene fra Aker blir også diskutert og gjennomgått grundigere. Fra styreprotokollen fremgår: «*For å unngå en uavklart og uforutsigbar situasjon for selskapet ser Styret at det er nødvendig med en forskjellsbehandling for å sikre videre drift. Og at en forskjellsbehandling kan gi bedre utfall for aksjonærer, obligasjonseiere, Vard og bankene enn alternativene.*» Det fremgår deretter at «*administrasjonen og hovedaksjonær er innstilt på å fortsette dialogen med Aker for å avklare mulighetene for en omforent avtale som kan være akseptabel for styret og hovedaksjonær.*»
- Selskapet har opplyst at det parallelt med forhandlinger med Aker/Solstad i perioden fra 18. juli til 21. juli 2016 ble gjennomført en analyse av Selskapets handlingsrom med Selskapets administrasjon, styrets formann Åge Remøy og Wikborg Rein som Selskapets juridiske rådgiver. Selskapet har i redegjørelse til børsen (*vedlegg 1.4*) opplyst at følgende alternativer ble analysert og drøftet i den forbindelse, i tillegg til scenariet hvor man forhandlet videre med Aker:
 - «*'Newco'-struktur* hvor den operative virksomheten i Rem Offshore flyttes ned i et underliggende datterselskap "Newco", og dette datterselskapet oppkapitaliseres med MNOK 150 i ny egenkapital fra Remøygruppen («*Newco-alternativet*»). Alternativet ble ansatt for å innebære høy risiko for usaklig forskjellsbehandling av de eksisterende aksjonærene i Selskapet. Det ble også vurdert som et covenantbrudd i REM04 og REM05. I tillegg forelå det usikkerhet om hvorvidt Newco ville være levedyktig fremover og hvordan verdsettelsen av eiendelene skulle gjennomføres.
 - Tilbakekjøp av REM04 for å sikre gjennomføring av den opprinnelige restruktureringsplanen, eventuelt tilby Aker å selge sine REM04-obligasjoner til Remøygruppen. Alternativet ble forkastet da dette ville kreve kapital i større grad enn det Remøygruppen og Selskapet antok at var tilgjengelig. Videre vurderte Selskapet at det var problematisk etter vphl. § 5-14 dersom Selskapet fremsatte tilbud om kjøp av REM04 kun til Aker, fremfor en et tilbakekjøpsprogram åpent for alle innehavere av REM04. Videre ble det vurdert å gjøre en såkalt covenant defeseanse i REM04, hvor Selskapet deponerer det utestående beløp i obligasjonslånet på en sperret konto mot at lånevilkårene suspenderes. Dette ble også ansett å være for kapitalkrevende i den situasjonen som Selskapet befant seg i.
 - Bejære oppbud i REM. Dette alternativet ble forkastet under forutsetning av at Selskapet fortsatt hadde åpen dialog med Solstad/Aker og at en fusjon på mer eller mindre de vilkår som var skissert ville utgjøre en totalt sett bedre løsning for aksjonærfelleskapet, kreditorene og de ansatte.»
- Nytt styremøte avholdes 21. juli (*vedlegg 2.12*). I styremøtet deltar styrets leder Åge Remøy og styremedlemmene Peter D. Knudsen og Inger-Marie Sperre, administrerende direktør og finansdirektør, samt Selskapets advokater. I styremøtet redegjøres det for administrasjonens, styreleders og rådgivernes analyser av handlingsalternativene, jf. over. Styret forelegges videre Newco-alternativet, og et alternativt forslag fra Aker der Aker vil skyte inn halvparten av de NOK 150 millioner som Åge Remøy skal tilføre Selskapet under det opprinnelige forslaget. Styret tar redegjørelsen rundt Newco-strukturen til etterretning. Videre diskuteres nærmere forhold knyttet til Akers fusjonsforslag, herunder hensynet til

kreditorinteressene. Styret beslutter at det skal gjennomføres telefonmøter med enkelte av de sikrede kreditorene for en nærmere avklaring påfølgende dag med etterfølgende styremøte.

I forkant av styremøtet er det lagt frem et notat utarbeidet av Wikborg Rein vedrørende habiliteten til Åge Remøy i den videre prosessen (*vedlegg 1.10*). I følge notatet anses Åge Remøy inhabil i behandlingen av Newco-alternativet, og det habile styret må derfor gis anledning til å drøfte og konkludere om dette alternativet uten at Åge Remøy er tilstede. I notatet skriver Wikborg Rein generelt om habilitet i forbindelse med emisjonen rettet mot styremedlemmer at «*I de tilfeller der et spørsmål om å rette emisjonen mot styremedlemmet alene, er interessemotsetningen sterk. Særinteressen er følgelig i denne situasjon 'fremtredende', slik at styremedlemmet etter asal § 6-27 (1) ikke kan delta i spørsmålet.*» Wikborg Rein konkluderer videre i notatet med at Åge Remøy er inhabil ved styrets utredning av alternative kapitalmodeller til Newco-modellen som ikke omfatter styreleder: «*Så lenge det Alternative Restruktureringsforslaget er et alternativ for Selskapet, vil Remøys interesser stå i direkte motstrid mot enhver alternativ kapitalmodell der han ikke omfattes. Remøys personlige interesse i at det Alternative Restruktureringsforslaget gjennomføres kan etter vår oppfatning være motiverende ved de standpunkt han tar med hensyn til de alternative kapitalmodeller som utredes.*»

- Selskapets juridiske rådgiver har opplyst at det ikke ble avholdt styremøte den påfølgende dag, 22. juli (*vedlegg 1.10*). Etter det opplyste ble det «*imidlertid avholdt en form for løpende arbeidsmøte gjennom store deler av dagen med styret og hovedeier, dels med administrasjonen og i stor grad med deltakelse fra Selskapets juridiske rådgiver Wikborg Rein.*» På ettermiddagen den 22. juli sendte Selskapets advokat ut følgende oppsummering av enigheten til Åge Remøy og øvrige styremedlemmer (*vedlegg 2.13*):

«*Vi viser til det nettopp avsluttede styre og hovedeiermøtet i Rem Offshore ASA, og bekrefter som følger:*

Et samlet styre og Hovedeier står bak, og vil - så snart som praktisk formalisere - en avtale med SOFF og Aker om å fusjonere Rem Offshore ASA ((REM,)) og et datterselskap av SOFF, med oppgjør i SOFF-aksjer, etter følgende hovedlinjer:

1. *Det avholdes «mini-DD» for å bekrefte fravær av alvorlige negative forhold på begge sider.*
2. *Det undertegnes en avtale mellom selskapene, Aker, Åge Remøy og SMN av den type som har vært utvekslet ilt siste uke. (Om hovedvilkår se nedenfor). (Ingen avtale er juridisk bindende før denne er undertegnet av alle parter.)*
3. *Restruktureringen av REM fullføres i tråd med inngått «Master Agreement».*
4. *SOFF inngår alle nødvendige avtaler om sin restrukturering.*
5. *Det inngås fusjonsavtale basert på avtalen nevnt over, som utarbeides av partenes rådgivere i fellesskap. Bytteforholdet blir slik det fremgår i siste utkast fra Wikborg, Rein & Co (Kr. 0,87/kr.12,50).*
6. *Det avholdes nytt obligasjonseiermøte i REM04 med tilstrekkelig positivt resultat (Aker stemmer for)*
7. *Prinsippene om fordeling av operativt ansvar mellom fusjonspartnerne blir som i pkt. 4.2 i siste utkast fra Wikborg, Rein & Co.*
8. *Forza AS nominerer et styremedlem som velges inn i SOFFs styre i den GF som vedtar fusjonen.*
9. *Prosessene trygges så rast som mulig, og sluttføres så snart forutsetningene er til stede.*

10. Det inngås samtidig en avtale mellom Aker og Forza AS, som - sammen med avtalen nevnt i pkt. 2 over - sikrer at den endelige fordeling av vederlagsaksjene i SOFF blir som følger:

- a. (i) Forza AS blir sittende med kr. 75 mill i A-aksjer, uten restriksjoner
- b. (ii) Forza AS blir sittende med kr. 75 mill i B-aksjer som i perioden mellom 12 og 13 måneder etter utstedelse kan puttes på Aker til kostpris.
- c. Øvrige Aksjonærer i REM mottar B-aksjer (for kr. 150 mill til kurs 0,87).

11. A-aksjer og B-aksjer i SOFF har identiske økonomiske rettigheter, men B-aksjer har 1/10 av stemmevekten av A-aksjene.»

- Som følge av at det etter det opplyste ikke avholdes ytterligere styremøter i forkant inngåelsen av Fusjonsavtalen den 27. juli, legger børsen til grunn at styret i den beskrevne prosessen den 22. juli også traff det endelige styrevedtak om å inngå Fusjonsavtalen eller gi administrasjonen fullmakt til å inngå denne. Som følge av at det ikke foreligger styreprotokoll, har børsen også begrenset innsikt i de diskusjoner, synspunkter og vurderinger styret la til grunn for sine beslutninger. Selskapets rådgiver har opplyst at «de samme vurderinger som var oppe i styremøter den 18. juli og 21. juli knyttet til likebehandling og habilitet var del av diskusjonen også den 22. juli. Styret diskuterte inngående, men fastholdt vurderingen om at utfallet representerte en forskjellsbehandling som måtte godtas av hensyn til selskapets og aksjonærfelleskapets felles interesser, ettersom det ikke forelå noe realistisk alternativ som ville være bedre for aksjonærfelleskapet.»
- Neste styremøte avholdes ca. en måned etter inngåelse av Fusjonsavtalen, den 25. august (vedlegg 2.14). I styremøtet deltar styrets leder Åge Remøy og øvrige styremedlemmer Peter D. Knudsen og Inger-Marie Sperre, samt administrerende direktør. Etter det opplyste blir utkast til protokoller fra styremøter avholdt 22. juni 2016, 5. juli 2016, 11. juli 2016, 15. juli 2016, 18. juli 2016 (3 stk), 21. juli 2016 og 22. juli 2016 forelagt styret. Det blir foretatt noen endringer før protokollene blir godkjent og signert. I styremøtet drøftes det forestående obligasjonseiermøtet som skal avholdes 6. september. Det orienteres om at det fremdeles er litt motstand til fusjonen blant enkelt større obligasjonsinvestorer. Dette går i all hovedsak på to forhold: (i) at de mottar B-aksjer i Solstad, og (ii) at de er redd for verdioverføring over tid fra REM til Solstad som vil redusere sannsynligheten for fullt oppgjør på det «nye obligasjonslånet» i REM.
- Børsen har fått forelagt en e-post som styremedlem Peter D. Knudsen sendte en etter det opplyste toneangivende obligasjonseier den 26. august (vedlegg 1.16). I e-posten redegjør Knudsen for prosessen som ledet frem mot fusjonsavtalen, og oppfordrer deretter vedkommende til å forsøke å påvirke Aker/Solstad til å akseptere likebehandlingsprinsippet som basis for bytteforholdet. Fra e-posten hitsettes:

«I etterkant av at innkalling til oblig. eier møte ble sendt ut, kjøpte Aker Capital AS seg opp til negativ kontroll i obligasjonslånet med den hensikt å stemme ned forslaget til løsning med mindre styret i Rem Offshore ASA ville forplikte seg til fusjon med Solstad Offshore ASA. Fusjonsforslaget var begrunnet med at bransjen trenger konsolidering og Solstad/Rem ville slik sett være første etappe i denne prosessen. Styret i Rem er for så vidt enig i at større enheter vil på sikt kunne gi positiv effekt på inntjening, og søkte selv slike muligheter i regionen. Styret i Rem diskuterte dette inngående men i mangel av relevant informasjon fra Solstad's rådgivere (analyser, verdiløst etc.) vurderte vi beslutningsgrunnlaget for å være mangelfullt. Vår viktigste innvending var at Solstad Offshore ikke hadde aksept for en finansiell restrukturering og vi vet fortsatt ikke med sikkerhet om Solstads kapitalstruktur og finansielle løpebane 'holder hva Aker lovt'.

Refinansieringsforslaget på vårt obligasjonsmøte ble som kjent stemt ned av Aker, og dette satte selvsagt press på styret i Rem for å finne alternative løsninger for selskapets «stakeholdere». Vi valgte en midlertidig «stand still» avtale samt å gå i forhandlinger med Aker, som igjen munnet ut et fusjonsforslag (og innkalling til nytt obligasjonsmøte den 6 september, 2016). Gitt at Solstad's refinansiering er akseptabel og blir godkjent, er vår viktigste innvending at bytteforholdet (med Rem) skal gjøres opp i nye B-aksjer i Solstad med 1/10 stemmevekt – unntatt fra dette er at tilsvarende 50 % av ny kapital som Aage Remøy skyter inn i ny egenkapital (MNOK 75) skal tildeles A-aksjer). Styret i Rem mener at det strider mot god «corporate governance» å forskjellsbehandle aksjonærer og vi (som er valgt til å beskytte minoritetsinteressene i Rem) er kritiske til dette, men nådde altså ikke frem.

Som obligasjonseier i Rem Offshore oppfordrer jeg (og styret i Rem) at (...) søker å påvirke Aker/Solstad til å akseptere likebehandlingsprinsippet som basis for bytteforholdet (Rem aksjer mot A-aksjer i Solstad). Vi vet at andre toneangivende obligasjonseiere er kritiske til nettopp denne forskjellsbehandlingen, men styret i Rem har nå som kjent ingen reell forhandlingsposisjon.»

- Neste styreprotokoll børsen har blitt forelagt er fra 8. september, og gjelder styrebehandlinger per sirkulasjon (vedlegg 2.15). Styret tiltrer her Fusjonsplanen, og treffer vedtak om forslag som skal legges frem for generalforsamlingen i forbindelse med godkjenning av Restruktureringen og Fusjon. Styrets leder Åge Remøy anses inhabil i forhold til vedtak knyttet til forslag om den rettede emisjonen mot ham som skal gjennomføres som ledd i Restruktureringen, men anses for øvrig ikke som inhabil i forhold til øvrige vedtak vedrørende kapitalforhøyelser og fusjon.

6 Rettslig grunnlag

6.1 Likebehandlingsprinsippet

Det verdipapirrettslige likebehandlingsprinsippet fremgår av 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 utsteders og innehavernes felles interesse.*
- (2) *I forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, må utsteders 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 utsteder. Det samme gjelder ved omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike innen konsern som utsteder inngår i.*

En likelydende regel er inntatt i løpende forpliktelser pkt. 2.1. Mens tilsynet med etterlevelsen av vphl. § 5-14 faller inn under Finanstilsynet, har børsen anledning til å ilegge overtredelsesgebyr ved vesentlige brudd på likebehandlingsregelen i løpende forpliktelser, jf. løpende forpliktelser pkt. 15.4.

Etter bestemmelsens første ledd, første punktum, har utstedere av aksjer notert på norsk regulert marked en plikt til å likebehandle aksjonærene. Dette absolutte og ubetingede kravet til likebehandling blir imidlertid presisert gjennom første ledd, annet punktum; forskjellsbehandling kan aksepteres dersom denne er saklig begrunnet ut fra selskapet og aksjonærenes felles interesser.

Annet ledd inneholder forbud mot at utsteders styrende organer mv. treffer tiltak i forbindelse med omsetning eller utstedelse av aksjene som er egnet til å gi dem selv, enkelte innehavere eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utsteder. Også begrepet «urimelig» viser til en saklighetsvurdering hvor det må tas stilling til om tiltaket bygger på et saklig forsvarlig grunnlag ut fra hva som er i selskapets og aksjonærenes felles interesse. Saklighetskriteriet innebærer videre at det må stilles krav om en viss forholdsmessighet mellom de fordeler vedtaket er egnet til å medføre for selskapet og aksjonærene samlet sett, og de ulemper som påføres den enkelte aksjonær som følge av tiltaket. I denne sammenhengen vil det blant annet være relevant å vurdere hvilke handlingsalternativer utsteder står overfor.

Det er omstendighetene som forelå på tidspunktet da tiltaket ble truffet som er relevant for vurderingen, jf. «egnet til». Det er således ingen forutsetning at beslutningen faktisk gir noen særfordel så lenge den er «egnet til» å ha slik virkning. Bestemmelsen retter seg mot utsteders forskjellsbehandling, og således beslutninger og tiltak truffet av utsteders styrende organer, tillitsvalgte og ledende ansatte. Styrende organer vil for allmennaksjeselskap typisk omfatte generalforsamling og styret.

Børsen har i børssirkulære 2/2014 behandlet temaer om likebehandling, herunder hvilke vurderinger utsteder bør foreta i forhold til likebehandlingsregelen, og hva børsen legger vekt på i sin kontroll med etterlevelsen av bestemmelsen. Bakgrunnen for sirkulæret var at børsen over en periode hadde observert en utvikling som kunne tilsi at det var rom for ytterligere bevisstgjøring av utstedere og deres styrende organer når det gjaldt de forpliktelser som følger med likebehandlingsregelen. Det pekes i sirkulæret på at et viktig hensyn bak det verdipapirrettslige likebehandlingsprinsippet er vern av minoritetsinteresser, og at nettopp et fungerende minoritetsvern er helt sentralt for å fremme effektive og tillitsvekkende markeder for verdipapirhandel. Det fremholdes i den forbindelse at det må forutsettes at selskaper som gjennom notering på regulert marked velger å invitere småaksjonærer til å bidra med risikokapital, også påtar seg et særlig ansvar for ikke å tilsidesette deres interesser.

I saker hvor det kan stilles spørsmål ved likebehandlingen, vil børsen rette henvendelser til utsteder med forespørsel om utfyllende informasjon om omstendighetene rundt, og bakgrunnen for transaksjonen, samt utsteders vurderinger rundt likebehandlingssplikten. I den utstrekning saken relaterer seg til tiltak truffet av selskapets styre, vil børsen normalt også be om fremleggelse av styreprotokoller og annen dokumentasjon fra styrets behandling som relaterer seg til transaksjonen som vurderes. Børsen vil med dette settes bedre i stand til å vurdere styrets behandling av saken, herunder i hvilken grad styret på tidspunktet for de relevante tiltak faktisk var seg bevisst og foretok grundige og forsvarlige vurderinger rundt likebehandlingsspørsmålet, i hvilken grad styret vektla relevante hensyn, styrets vurderinger av handlingsalternativer, styrets bevissthet rundt habilitet og interessekonflikter mv. Det vil være et viktig element i vurderingen av om disposisjonen er i samsvar med likebehandlingsregelen, at spørsmålet har vært gjenstand for en grundig og betryggende saksbehandling innad i selskapet.

6.2 Særlig om børsens kompetanse ved prøvingen av skjønnsmessige vurderinger i likebehandlingssaker

Børsstyret har i tidligere saker 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 det er tatt utenforliggende hensyn. Et slikt utgangspunkt har slektskap med de retningslinjer som gjelder for domstolenes prøving av forvaltningens frie skjønn, hvor domstolene anses avskåret fra å overprøve dette frie skjønnen innenfor reglene om myndighetsmisbruk.

Børsklagenemnden har i en nylig sak om likebehandling i forbindelse med en rettet emisjon i Sparebank1 Østfold Akershus (Børsklagenemndens avgjørelse 3/2015) uttalt seg om børsens prøvingsadgang i saker om likebehandlingsprinsippet. Børsklagenemnden uttaler her:

«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 prøvingsadgangen 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.»

Børsen forstår uttalelsen dit hen at det som utgangspunkt ikke er rettslige begrensninger knyttet til børsens adgang til å overprøve selskapets skjønnsmessige vurderinger i saker om likebehandlingsprinsippet. Børsklagenemnden er samtidig enig i at det er grunn til å vise en viss tilbakeholdenhet i forhold til prøvingen av de selskapsstrategiske vurderinger som ligger til grunn for en beslutning, men anser at intensiteten i prøvingen vil kunne variere avhengig av det konkrete saksforholdet, herunder begrunnelsen for beslutningen som er fattet og prosessen rundt beslutningen.

Børsen legger til grunn at også tidligere praksis om å utvise tilbakeholdenhet i overprøvingen av selskapets vurderinger bygger på en erkjennelse av at selskapet er nærmest til å vurdere om det foreligger relevante selskaphensyn av strategisk og kommersiell art som kan tilsi at forskjellsbehandlingen er rettmessig. Videre er det børsens erfaring at saker knyttet til likebehandlingsprinsippet er komplekse, og krever omfattende undersøkelser rundt saksforløp, selskapets faktiske situasjon og potensielle handlingsalternativer på tidspunktet for beslutningen. Slik sett vil også ressursmessige prioriteringer til en viss grad legge føringer for intensiteten i den løpende kontroll av likebehandlingsregelen. Børsens sanksjonering i form av overtredelsesgebyr forutsetter videre at det foreligger et vesentlig brudd på løpende forpliktelser, jf. løpende forpliktelser pkt. 15.4.

Alle de nevnte omstendigheter tilsier at børsens arbeid med å forfølge og eventuelt sanksjonere saker knyttet til likebehandling først og fremst konsentreres rundt klare og alvorlige brudd. Med denne begrunnelse vil børsens utgangspunkt også i det videre være å utvise tilbakeholdenhet med å overprøve selskapenes vurderinger av rimelighet og saklighet, med mindre beslutningen tiltaket springer ut av er bygget på utenforliggende hensyn, det foreligger klart usaklig forskjellsbehandling eller tiltaket fremstår som sterkt urimelig.

Når det er sagt vil prøvingens intensitet innenfor rammene av dette utgangspunktet kunne variere avhengig av sakens karakter. Som det fremgår i børssirkulære 2014/2 skjerpes kravet til saklighet ved saker der det foreligger en forskjellsbehandling av eksisterende aksjonærer, ved potensiell økonomisk forfordeling eller der et tiltak kan bidra til endringer i maktfordelingen i selskapet gjennom krenkelse av aksjonærers organisatoriske rettigheter. Dette innebærer i praksis at det i

disse tilfellene stilles skjerpede krav til selskapenes aktsomhet, og at Selskapets skjønnsmargin anses snevrere.

7 Selskapets anførsler og merknader

Nedenfor følger en oppsummering av Selskapets anførsler og merknader slik disse har fremkommet i Selskapets kommunikasjon med børsen, herunder i Selskapets tilsvarende til børsens forhåndsvarsel om sanksjon (*vedlegg 1. 14*).

7.1 Grunnleggende premisser:

Selskapets finansielle situasjon: Egenkapitalen i REM var uomtvistelig tapt dersom Selskapet ikke fikk gjennomført en restrukturering. Konkurs var eneste alternativ. Selskapet hadde kun likviditet for en begrenset periode, og en løsning med en rekke banker og obligasjonseiere, samt leverandører måtte raskt på plass for å berge selskapsverdiene, herunder å forhindre tap av kontrakter som lett kunne bli sagt opp i et "kjøpers marked" på grunn av usikkerhet rundt Selskapets videre fremtid med en mulig insolvens/mislighold. Nybygg på Vard var uten finansieringstilsagn og videre innbetaling av verftsterminer ville innebære ulovlig forfordeling av kreditorer. Obligasjonene i REM04PRO, før Aker Capital AS ("Aker") posisjonerte seg i juni/juli 2016, handlet til 70 % under pålydende verdi, hvilket underbygger at markedet vurderte Selskapets finansielle betjeningsevne som bortfalt og egenkapitalen som tapt.

Stand-alone restruktureringen: Bankene krevde ny egenkapital tilført REM, herunder at deler av obligasjonsgjelden ble konvertert til egenkapital. Åge Remøy og selskaper kontrollert av ham («Remøygruppen»), som eier 78 % av aksjekapitalen, krevde for stand-alone restruktureringen av REM at egenkapitaltilførselen fra alle parter (Remøygruppen, andre aksjonærer, Vard, og obligasjonseierne) ble dimensjonert og strukturert slik at Remøygruppen beholdt over 50 % av aksjekapitalen, som for øvrig anses som et rimelig motstykke til at Remøygruppen tar ansvar gjennom å skyte inn betydelig egenkapital. Også bankene krevde at Remøygruppen skulle beholde over 50 %. Tilsvarende var det et premiss i den løsningen som er fremforhandlet med representanter for obligasjonseiere at de usikrede kreditorene skulle ha 40 % av Selskapet på fullt utvannet basis. En løsning der øvrige aksjonærer i Selskapet ble invitert til å delta med større andel av den nye egenkapitalen var således ikke mulig å oppnå uten at (i) Åge Remøy skyter inn tilsvarende andel av større kapital og (ii) de usikrede kreditorene reduserer den egenkapital de tildeles. Dette har ikke vært mulig å komme til enighet om. Selv om øvrige aksjonærer dermed måtte tåle en større utvanning av sine eierandeler enn det Remøygruppen måtte, var løsningen bedre for disse aksjonærene enn alternativet ville vært.

Fusjonsløsningen: Da stand-alone løsningen falt, fantes det ikke andre mulige utfall enn fusjon med Solstad eller konkurs. Solstad tilbød i utgangspunktet bare stemmesvake (men økonomisk likestilte) aksjer som fusjonsvederlag. REMs og Remøygruppens forsøk på å få Solstad til kun å utstede aksjer med normal stemmerett som fusjonsvederlag mislyktes. I denne situasjonen krevde Remøygruppen at den del av fusjonsvederlaget som ble ytet for NOK 75 millioner av innskuddet på NOK 150 millioner skulle gjøres opp med aksjer med normal stemmerett, selv om resten av fusjonsvederlaget til Remøygruppen og andre aksjonærer resulterte i stemmesvake aksjer. Sett med Remøygruppens øyne gav dette en stemmeandel i Solstad som ikke er irrelevant slik eierstrukturen i Solstad er, selv om Remøygruppen gjennom transaksjonen mistet all kontroll over REM. For REMs minoritetsaksjonærer betød ikke fusjonen noe tap av en relevant stemmeandel i REM, hverken før eller etter restruktureringen av REM. Også for disse aksjonærer ble fusjonen på slike vilkår bedre enn det alternativet ville vært.

Langvarig og krevende forhandlinger: Den foreliggende strukturen er resultatet av omfattende og krevende forhandlinger over lengre tid med en rekke involverte interessenter med til dels motstridende agendaer. Situasjonen ble tilspisset og dramatisk da den fremforhandlede løsningen

meldt til markedet ikke lengre var tilgjengelig etter at Aker kom i posisjon i REM04PRO til å stemme ned løsningen og faktisk gjorde det i obligasjonseiermøtet den 18. juli 2016. Gjennom styreprotokollene fremkommer at Styret har hatt likebehandling som en grunnleggende premis, men med den dramatiske vendingen saken tok i og med at foreslått struktur ble nedstemt av obligasjonseierne, ble det nødvendig å gjennomføre restruktureringen på tross av forskjellsbehandlingen.

Alternative løsninger: Det er vanskelig å følge børsens argumentasjon om at andre alternativer ikke i tilstrekkelig grad har vært vurdert eller forsøkt. Andre strukturer enn den foreliggende har vært forsøkt (opprinnelig Masteravtale for restruktureringen ble stemt ned av obligasjonseierne). Andre alternativer har vært vurdert eller sondert av styret og rådgiverne, men har vært forkastet som ikke-realistiske eller tilgjengelige. Resultatet av reparasjonsemisjonen (kun 83.965 aksjer tegnet av de tilbudte 1.600.000 B-aksjer i Solstad, tilsvarende 5,25 % av størrelsen på reparasjonsemisjonen) underbygger at det ikke fantes tilgjengelig kapital eller interesse for å delta i en større emisjon og at dette handlingsalternativet således ikke var reelt. Dette er i tråd med Selskapets, Styrets og rådgivernes vurdering på det tidspunktet strukturen ble etablert.

7.2 Øvrige kommentarer

Emisjonskursen i Restruktureringen: I et normalt scenario ville Selskapet brukt en kombinasjon av «free cash flow» baserte modeller, multipler og substansverdi betraktninger opp mot siste omsetning på Oslo Børs. Da det her dreide seg om en full restrukturering i et ekstremt utfordrende marked, var det nødvendig å benytte en annen tilnærming for å fastsette kursen for ny egenkapital. Sett i lys av de utfordrende markedsforholdene, var det tidlig klart at Selskapets gjeldsnivå ikke var bærekraftig, og at Selskapet ville ha behov for ny egenkapital for å ha tilstrekkelig likviditet til å fortsette som et «going concern». Som følge av de rådende markedsforholdene ville det være umulig for Selskapet å refinansiere eller betale tilbake obligasjonslånene på opprinnelig forfall i 2018 og 2019. I forhandlinger for å hente ny egenkapital var det en klar forutsetning at den totale gjelden måtte reduseres og at forfallene på Obligasjonene måtte løses. Som et senior kapitalinstrument til eksisterende egenkapital, var det derfor klart at eksisterende egenkapital måtte ta et betydelig tap i form av utvanning. I forhandlinger om å hente ny egenkapital, ble det også stilt som krav om tilførsel av MNOK 150 i ny egenkapital og at den nye egenkapitalen skulle få en vesentlig eierandel og utgjøre minimum 50.1 %. På bakgrunn av de nevnte forhold var det derfor klart at ny egenkapital måtte hentes til en signifikant rabatt i forhold til «markedskurs», og at det som følge av behovet for MNOK 150 i ny likviditet måtte hentes et stort antall nye aksjer i tillegg til utstedelse av aksjer til obligasjonseiere for konvertering av gjeld. Aksjekursen på NOK 0,87 per aksje var derfor et resultat av forhandlinger med obligasjonseiere, ny egenkapital og selskapets hovedaksjonær, og ble til slutt fastsatt basert på at ny egenkapital skal få 50.1 % eierandel, obligasjonseiere skal få 40 % eierandel og Vard knyttet til sin konvertering av gjeld skal få 4 % eierandel.

Om emisjonskursen representerte en betydelig økonomisk forfordeling: Aksjen hadde over lang tid svært lav likviditet og børskursen kan ikke anses for å gi uttrykk for virkelig verdi. Bytteforholdet og emisjonskursen var et resultat av reelle forhandlinger med en rekke involverte interessenter i en for Selskapet og Styret presset situasjon. Det er således intet grunnlag for å konkludere med at det foreligger en betydelig økonomisk forfordeling. Dette underbygges også av den nærmest totale mangel på interesse fra minoritetsaksjonærene i Selskapet, inkludert fra Olympics side til å delta i reparasjonsemisjonen på tilsvarende tegningskurs. Olympic er forøvrig selv i en finansiell restrukturingsprosess. Det er derfor uklart om Olympic uansett ville hatt finansielle ressurser til å følge opp en ytterligere investering i REM.

Forhandlinger med obligasjonseiere i forbindelse med Restruktureringen: Selskapet var forhindret fra å kontakte større grupperinger i Obligasjonslånene av hensyn til "wallcrossing" prosedyrer, særlig da tidshorisonten var uklar og man således ville løpe en risiko for å låse aktører inne i en

insideposisjon i en lengre periode. Et høyt antall investorer og dermed få investorer/grupperinger med store beholdninger vanskeliggjorde etablering av sikkerhet for gjennomføring av restruktureringsplanen ved innhenting av stemmeforpliktelser til et flertall av stemmene i de relevante obligasjonseiermøtene. ABG identifiserte og gikk i dialog med tre investorer som man mente var blant de største investorene. Til sammen kontrollerte disse omkring NOK 165 millioner i obligasjonslånene. Det ble videre forhandlet med disse på vegne av obligasjonseierne om hvor stor andel av obligasjonsgjelden som skulle konverteres, og hvor stor andel som kunne videreføres som gjeld.

Om videreføring av Restruktureringen som et vilkår for Fusjonen: Da Selskapet så seg presset til å avtale fusjon med Solstad, var det et uttalt premiss og forutsetning mellom partene om at den opprinnelige restruktureringen skulle gjennomføres som forutsatt, for å unngå en ødeleggende reforhandling med usikkert utfall. Det var med Aker's blokkerende posisjon i REM04PRO på dette tidspunktet en betydelig risiko for Styret å forsøke å åpne opp for å endre forutsetningene i den opprinnelige restruktureringsplanen. Selskapet befant seg da allerede på overtid mht. løsningen med kreditorene og det var reell risiko for at prosessen ville strande og Selskapet igjen ville være uten en løsning som ivaretok kreditorenes og Selskapets interesser. Som følge av Fusjonen har det imidlertid blitt gjort enkelte ikke-vesentlige justeringer i vilkårene etter innspill fra de sikrede kreditorene, men REM hadde ikke mulighet til å reforhandle vesentlig vilkår. Det var Aker som stilte krav om at aksjonærene i REM skulle motta stemmesvake vederlagsaksjer i Solstad i fusjonen. Det har dermed formodningen mot seg at Aker/Solstad ville akseptert en endring i premissene for restruktureringen som medførte at aksjonærene i REM ville sitte igjen med en høyere eierandel/stemmeandel i det fusjonerte selskapet.

Effekten av Fusjonen for Hovedaksjonær: Børsen gir en misvisende fremstilling av de faktiske forhold når det legges til grunn at Remøygruppen får anledning til å opprettholde en kontrollerende eierposisjon etter gjennomføringen av Restruktureringen. Når en skal se på hvilke effekter/utvanning transaksjonen får for ulike aksjonærer, kan en ikke unnlate å ta i betraktning effektene av fusjonen med Solstad. Fusjonen ble en integrert og nødvendig del av restruktureringen av REM. Realiteten er at Remøygruppen, til tross for at de bidrar med NOK 150 millioner i ny egenkapital for å redde Selskapet, mister enhver kontroll og reell innflytelse i det fusjonerte selskapet, ved at stemmeandel reduseres fra dagens 78,64 % i REM til 9 % i det fusjonerte selskapet. Øvrige aksjonærer i REM tapte kun begrensede organisatoriske rettigheter som følge av transaksjonen.

Begrunnelse for fordeling mellom A- og B-aksjer: Både Åge Remøy, som styremedlem og hovedaksjonær, og Selskapets styre motsatte seg i utgangspunktet fusjonen med Solstad. Men da stand-alone-løsningen falt fant de at de ikke hadde noe reelt valg dersom konkurs i REM skulle unngås. Skillet mellom vederlag i hhv. Solstad A- og B-aksjer er resultat av forhandlinger hvor Aker/Solstad var premissleverandører. Som det vil fremgå av kronologien var styret i Selskapet ikke pådriver bak fordelingen mellom A- og B-aksjer. Det habile styret har meddelt at de heller ikke oppfattet Åge Remøy som pådriver for å skille mellom A- og B-aksjer som oppgjørsform, men snarere at Åge Remøy som skulle inn med ny egenkapital ikke ville akseptere en løsning der hans eierandel ble reflektert utelukkende i B-aksjer. Styret har vurdert det slik at forskjellsbehandlingen kun relaterer seg til den nye egenkapitalen, og at dette var en nødvendig og saklig forskjellsbehandling for å kunne gjennomføre den nødvendige restruktureringen og den etterfølgende fusjonen. Det er ikke grunnlag for Oslo Børs å mene at styret kunne fått til en avtale som var bedre for minoritetsaksjonærene. Ny egenkapital var et helt avgjørende premiss for å lykkes med Restruktureringen og Fusjonen, som bygger på samtidig finansiell restruktureringsplan av REM.

Opsjonsavtalen mellom Hovedaksjonær og Aker: Opsjonsavtalen er inngått direkte mellom Remøygruppen og Aker. Formuleringen i Selskapets børsmelding datert 27. juli 2016 om at opsjonsavtalen er "*part of the Merger*" er dermed ikke helt presis. Realiteten er at avtalene er inngått

samtidig, men Selskapet og selskapets styre representert ved de habile styremedlemmene har ingen innflytelse på innholdet i opsjonsavtalen. Opsjonen er etter Selskapets oppfatning en avtale mellom Aker og Remøygruppen hvor Aker har vurdert at dette var nødvendig eller ønskelig for å forhindre at Remøygruppen blokkerte fusjonen med Solstad. Styret har ingen mulighet til å hindre at Aker inngår en slik avtale med selskaper i Remøygruppen, eller påvirke innholdet i en slik avtale.

Generalforsamlingens beslutning: Generalforsamlingen vedtok fusjonen inkludert restruktureringen kun mot stemmene fra Olympic Ship AS og Olympic Nor AS. Begge er kontrollert av Åge Remøys bror, Stig Remøy. (Brødrene har hatt et langvarig og offentlig kjent motsetningsforhold i kjølvannet av delingen av REM med Solstad i 2009). Vard, som hadde akseptert Master Agreement deltok ikke på generalforsamlingen. Vards konvertering av gjeld mot egenkapital (kun Solstad B-aksjer) innebar et betydelig tap for Vard. Femte største aksjonær, Hareide Elektriske Teknikk AS, stemte for alle relevante vedtak.

Styrets fokus på likebehandling: Den dokumentasjonen som er fremlagt dokumenterer at styret løpende og gjennomgående har hatt fokus på likebehandling av Selskapets minoritetsaksjeeiere. Den illustrerer videre den svært pressede og vanskelige situasjonen som Styret befant seg i ved at det var en rekke involverte interessenter som alle var i stand til å blokkere en løsning. Styret gjorde gjentatte ganger forsøk på å få til en fusjonsstruktur hvor samtlige aksjonærer i REM fikk samme type vederlagsaksjer for alle sine aksjer, og strakk seg dermed langt for å få til størst mulig grad av likebehandling av aksjonærene i REM i Fusjonen. Styret har også hatt fokus på alternative løsninger.

Styrets saksbehandling: En restrukturingsprosess som den foreliggende må nødvendigvis foregå også utenfor styrerommet og i stor grad involvere Selskapets hovedeier. Styret måtte i stor grad lene seg på de anbefalinger og oppsummeringer som ble gitt av rådgiverne som ivaretok mye av den direkte kontakten mot de involverte premissgiverne. Styret er imidlertid gitt løpende status og har truffet de nødvendige beslutninger. Det vises til at det er avholdt et betydelig antall styremøter og i tillegg har vært løpende samtaler med det habile Styret og Åge Remøy gjennom en lengre periode, ofte flere ganger om dagen. I de kritiske dagene i juli var det minst to, ofte flere telefonsamtaler med styremedlemmene, etter omstendighetene med eller uten Åge Remøy, avhengig av hans habilitet i forhold til de aktuelle spørsmål. Med stort tidspress og styre og rådgivere spredt over store geografiske avstander fantes ingen muligheter for å ordne seg på annen måte.

Hovedaksjonærs habilitet: Allmennaksjeloven oppstiller kun minimumskrav til styreprotokollen. Styreprotokollene er utformet i tråd med hva som er praksis og nærmere begrunnelser knyttet til habilitet ikke er reflektert. Styreprotokollene og øvrig dokumentasjonen fremlagt viser tydelig at spørsmålet om habilitet har vært vurdert og hensyntatt. Styret har innhentet råd fra sin juridiske rådgiver og har foretatt de nødvendige vurderingene i den løpende prosessen. Det fremholdes for øvrig at dette er et selskapsrettslig anliggende utenfor hva Børsstyret skal prøve.

Likebehandling: Kjernen i vurderingen av likebehandlingsspørsmålet er hvorvidt forskjellsbehandlingen er saklig og nødvendig sett hen til de aktuelle omstendighetene som forelå på beslutningstidspunktet, herunder særlig selskapets finansielle situasjon og styrets reelle og realistiske handlingsalternativer. Det er på det rene at styret løpende har vurdert hensynet til minoritetsaksjonærene holdt opp mot hensynet til Selskapets utfordrende finansielle situasjon, hensynet til kreditorene og manglende realistiske handlingsalternativer for å skaffe til veie ny og nødvendig egenkapital. Styret har fattet nødvendige, balanserte og materielt lovlige beslutninger i prosessen sett hen til de faktiske omstendighetene som forelå på de aktuelle beslutningstidspunktene. Vurderingen av kravet til likebehandling i en finansiell restrukturingsprosess som den foreliggende stiller seg markant forskjellig fra andre saker der selskaper ikke står ovenfor samme akutte presssituasjon på grunn av at egenkapitalen er tapt. Oslo Børs' retrospektive vurdering av styrets skjønnsutøvelse må derfor skje i lys av den situasjonen styret

sto ovenfor og styret må nødvendigvis ha et betydelig rom for forretningsmessig skjønn hvor hensynet til kreditorene vil være avgjørende når selskapets egenkapital er tapt og de tiltak som igangsettes, vil være styrt av de premisser selskapet må forholde seg til. Børsstyret må være tilbakeholden med å anvende likebehandlingsprinsipper som ikke er forenlige med den aktuelle situasjonen hvor en konkurs for selskapet er nærliggende.

8 Børsens vurdering

8.1 Innledende bemerkninger

Som beskrevet over traff styret i Selskapet den 22. juni en beslutning om å inngå Masteravtalen som trekker opp hovedlinjene for Restruktureringen i Selskapet. Selskapets restruktureringsforslag fikk imidlertid ikke tilslutning på obligasjonseiermøte avholdt den 18. juli. Den 27. juli inngikk Selskapet, Aker og Solstad en avtale som innebar at Aker skulle stemme for restruktureringsforslaget i obligasjonseiermøtet, så fremt REM fusjonerte med Solstads heleide datterselskap, Solship. Avtalen ble fulgt opp med styrets tiltredelse til Fusjonsplan den 8. september 2016, og vedtak samme dag om å fremme forslag om Fusjon og Restrukturering for Selskapets generalforsamling. Restruktureringen og Fusjonen ble behandlet på Selskapets generalforsamling den 10. oktober 2016. De nødvendige beslutninger ble der godkjent i tråd med styrets innstilling, som følge av at Hovedaksjonær, som kontrollerer mer enn 2/3 av stemmene i Selskapet, stemte for styrets forslag til vedtak.

Børsen har med bakgrunn i dette vurdert om styrets og generalforsamlingens vedtakelse av Fusjonen og Restruktureringen, er egnet til å innebære en usaklig forskjellsbehandling av minoritetsaksjonærer i Selskapet, jf. løpende forpliktelser pkt. 2.1, jf. vphl. § 5-14.

Som det fremgår har børsen i sin vurdering funnet det hensiktsmessig å vurdere den samlede effekten av Fusjonen og den forutgående Restruktureringen opp mot likebehandlingsregelen, som følge av at disse elementene ble knyttet sammen. Det er likevel slik at også Restruktureringen isolert sett reiser spørsmål rundt likebehandling. Restruktureringen ble styrebehandlet og annonsert før det ble aktuelt med en fusjon med Solstad. Restruktureringen skal nå gjennomføres, i hovedtrekk slik den opprinnelig var planlagt, rett i forkant av og i tilknytning til Fusjonen, og eierstrukturen i Selskapet etter gjennomføring av Restruktureringen, får betydning for de enkelte aksjonærenes beholdninger i Solstad etter Fusjonen. For å kunne foreta tilfredsstillende vurdering av de problemsstillinger saken reiser, er det nødvendig å se hen til både de omstendigheter og prosesser som ledet frem til restruktureringsløsningen og selskapets vurderinger rundt utformingen av denne, også der denne var tiltent gjennomført uavhengig av en fusjon med Solstad, og de omstendigheter og prosesser som deretter ledet frem til en fusjon på nærmere angitte vilkår.

8.2 Om det foreligger forskjellsbehandling mellom aksjonærene

Det er på det rene at Restruktureringen og Fusjonen, sett i sammenheng og hver for seg, innebærer en forskjellsbehandling av eksisterende aksjonærer.

Konsekvensen av Restruktureringen er at Åge Remøy gjennom selskaper han kontrollerer, som eneste aksjonær får tegne seg i den rettede emisjonen, og opprettholde en betydelig posisjon i REM, til tross for den vesentlige utvanning som Restruktureringen for øvrig innebærer av eksisterende minoritetsaksjonærer. Eiersammensetningen i REM etter Restruktureringen får betydning for eksisterende aksjonærs eierandel i Solstad etter Fusjonen. Åge Remøys kontrollerende posisjon i REM etter Restruktureringen, overføres til en betydelig eierposisjon i Solstad etter Fusjonen.

Fastsettelsen av emisjonskurs i den rettede emisjonen er et resultat av forhandlinger snarere enn en analyse av aksjens verdi. I fusjonsplanen på side 4 fremgår det i samsvar med dette at *«(e)ndelig struktur og emisjonskurs ble (...) fremforhandlet mellom Åge Johan Remøy og kreditorene, mer frikoblet fra tradisjonelle finansielle beregninger.»* Selskapet har nærmere forklart at emisjonskursen

ble fastsatt basert på at ny egenkapital skulle få 50,1 % eierandel, obligasjonseiere skulle få 40 % eierandel og Vard knyttet til sin konvertering av gjeld skulle få 4 % eierandel. Børsen forstår dette dit hen at det antall aksjer som måtte utstedes for å oppnå en eierstruktur som beskrevet, sett i sammenheng med et bidrag fra hovedaksjonæren på NOK 150 millioner, satte premissene for kursen i den rettede emisjonen.

Omfanget av en eventuell økonomisk forskjellsbehandling ved den fremforhandlede emisjonskursen synes ikke å være vurdert av Selskapet. Emisjonskursen på 0,87 øre representerte et betydelig avvik fra aksjens omsetningsverdi på tidspunktet for annonseringen av fusjonen (ca. 97 %). Det er imidlertid svært begrenset likviditet i aksjen, og aksjekursen gir således ikke nødvendigvis et korrekt bilde av aksjens reelle verdi. I forhold til vurderingen av om det rent objektivt sett foreligger en økonomisk forskjellsbehandling av aksjonærer, er det imidlertid relevant å se hen til hvilke muligheter øvrige aksjonærer har til å begrense emisjonens utvannende effekt gjennom kjøp i markedet på like vilkår. Et betydelig avvik mellom aksjekurs i markedet og emisjonskurs, kan tilsi at det vil være begrensede muligheter for dette. Siden annonseringen av restruktureringsløsningen den 27. juni, har kursen ligget konsekvent over emisjonskursen, også i perioden før fusjonen ble annonsert.

Videre innebærer Fusjonen at det ytes ulike vederlag for henholdsvis aksjer eiet av Åge Remøy, gjennom selskaper han kontrollerer, og øvrige aksjonærer. Remøy mottar for deler av sin aksjene han tegner seg for i REM A-aksjer som gir full stemmerett i Solstad, mens øvrige aksjonærer kun mottar B-aksjer som gir 1/10 stemmerett. Foruten at dette har betydning for de organisatoriske rettighetene aksjonærene vil sitte igjen med etter Fusjonen, er det å anta at A- og B-aksjene potensielt vil ha ulik økonomisk verdi. I tillegg kommer at B-aksjene vil utgjøre et begrenset antall av det totale antall aksjer utstedt i Solstad (ca. 20 %), hvilket på generelt grunnlag vil kunne tilsi mer begrensede omsetningsmuligheter for aksjonærer som mottar slike, sammenlignet med eiere av A-aksjer.

8.3 Om forskjellsbehandlingen kan anses som saklig begrunnet ut fra Selskapet og aksjonærenes felles interesser

8.3.1 Utgangspunkter

Spørsmålet i det videre er om den aktuelle forskjellsbehandlingen er saklig begrunnet ut fra Selskapets og aksjonærenes felles interesse, eller om det foreligger en forskjellsbehandling av en slik karakter at det er grunnlag for å sanksjonere forholdet. Det må i den forbindelse vurderes om forskjellsbehandlingen fremstår klart usaklig, sterkt urimelig eller om det er tatt utenforliggende hensyn.

Ved vurderingen av dette spørsmålet er det blant annet relevant å se hen til hvilke hensyn som talte for gjennomføringen av Restruktureringen og Fusjonen og den nærmere utformingen av disse løsningene, arten og graden av forskjellsbehandling dette innebærer, hvilke handlingsalternativer Selskapet stod overfor og Selskapets saksbehandling.

Som et utgangspunkt legger børsen til grunn at følgende omstendigheter tilsier et skjerpet saklighetskrav i den aktuelle saken:

- i) Gjennomføringen av Restruktureringen og Fusjonen innebærer en krenkelse av likhetsprinsippet ved en forskjellsbehandling av eksisterende aksjonærer, i dette tilfelle mellom majoritetsaksjonær og minoritetsaksjonærer. Usaklig forskjellsbehandling av minoritetsaksjonærer er i kjernen av det bestemmelsen søker å motvirke.
- ii) Restruktureringen innebærer en stor grad av utvanning av eierandeler i REM for minoritetsaksjonærer, som ikke rammer Remøy i tilsvarende grad som følge av at den

rettede emisjonen gir Remøy anledning til å opprettholde kontroll. Betydelige forskjeller i grad av utvanning for minoritetsaksjonærer og Remøy etter Restruktureringen, reflekteres også i posisjonene de ulike REM-aksjonærene får i Solstad etter gjennomføringen av Fusjonen.

- iii) Restruktureringen og Fusjonen innebærer også en potensiell betydelig økonomisk utvanning av minoritetsaksjonærer. Om avviket mellom aksjens omsetningsverdi og emisjonskurs i den rettede emisjonen mot Åge Remøy, har Selskapet anført at aksjens svake likviditet fører til usikkerhet ved hvor reell den verdien som fremgikk av kursen ville være ved en større transaksjon. Børsen er i utgangspunktet enig i at dette er et relevant argument som kan tilsi at en eventuell emisjonsrabatt ikke uten videre kan kvantifiseres ut fra avviket mellom emisjonskurs og det aksjen ble handlet for på tidspunktet. Det forhold at emisjonskursen fremstår å være fastslått på bakgrunn av det totale beløpet Remøy skulle tilføre i egenkapital, fordelt på det antall aksjer som var nødvendig for å få en eierandel på over 50 % på fullt utvannet basis, og således ikke er fundamentert i analyser av aksjens reelle verdi eller omsetningsverdi, tilsier imidlertid etter børsens syn en *økt aktsomhet* fra styrets side i forhold til den potensielle økonomiske forskjellsbehandlingen emisjonen representerer. Videre er fusjonen egnet til å innebære en økonomisk forfordeling ved at aksjonærer får ulikt vederlag for sine aksjer i REM ved Fusjonen, som potensielt har ulik økonomisk verdi.

Et skjerpet saklighetskrav innebærer som beskrevet i børssirkulære 2/2014 et skjerpet krav i forhold til de økonomiske fordeler den aktuelle disposisjonen har for selskapet og aksjonærfelleskapet, og et skjerpet krav til vurderingen av handlingsalternativer som kan bidra til å eliminere eller redusere forskjellsbehandlingen. I dette ligger det også at det i vurderingen av om saklighetskravet er oppfylt vil legges betydelig vekt på om Selskapet representert ved styret i sin saksbehandling har vært seg bevisst og foretatt grundige og forsvarlige vurderinger rundt likebehandlingsspørsmålet, handlingsalternativer og eventuelle interessekonflikter som kan innvirke på styres evne til å ivareta aksjonærfelleskapets interesser. I Børsklagenemndens sak 3/2015 om likebehandling i forbindelse med en emisjon i Sparebank1 Østfold Akershus la børsklagenemnden blant annet vekt på at det ikke kunne dokumenteres at prosessen som ledet opp til emisjonen hadde vært forsvarlig.

En kritisk finansiell situasjon vil, som Selskapet også påpeker, kunne tilsi et betydelig handlingsrom for styret i arbeidet med å få på plass en refinansiering i form av ny egenkapital og redusert gjeld. I disse tilfellene vil også selskapet måtte legge særlig vekt på hensynet til kreditorene som en relevant selskapsinteresse. Videre vil naturligvis en forskjellsbehandling av aksjonærer i større grad kunne forsvares som saklig dersom konkursscenarioet er et reelt alternativ. I slike situasjoner vil normalt også tidspress, behov for å minimere gjennomføringsrisiko og håndteringen av mange ulike interessenter med til dels motstridende interesser, kunne begrense omfanget av handlingsalternativer som fortoner seg som realistiske for selskapet på det aktuelle tidspunktet hvor beslutninger må tas.

Imidlertid er det børsens syn at selskapet også i disse tilfellene må være oppmerksom på at arten og graden av forskjellsbehandling kan tilsi en særskilt aktsomhet i forhold til løsningen selskapet ender opp med, de valg som blir tatt underveis i prosessen, og den samlede effekten av løsningen for de ulike aksjonærgrupperinger. Dette vil typisk være tilfellet der resultatet av den valgte løsningen er at en majoritetsaksjonær kommer vesentlig bedre ut av det enn minoritetsaksjonærene.

8.3.2 Bakgrunnen for Restruktureringen og Fusjonen

Selskapet har opplyst at Selskapets gjeldsnivå ikke er bærekraftig gitt foreliggende og forventede markedsforhold, og tatt i betraktning et økende antall fartøy i opplag, fallende dagrater og fravær av nye langtidskontrakter. Selskapet har videre identifisert et behov for ny egenkapital for å ha tilstrekkelig likviditet til å fortsette som «going concern». Selskapet innså i april at det uten vesentlig

bedring i markedsforholdene i løpet av en periode på ca. 9 måneder, ville bli ute av stand til å oppfylle sine forpliktelser overfor sine kreditorer, og begynte derfor på dette tidspunktet arbeidet med en frivillig restrukturering. Selskapet anså da at en vellykket refinansiering forutsatte enighet mellom sikrede og usikrede kreditorer, egenkapitalen og Vard. Selskapet har videre opplyst at det vil være svært verdiforingene for Selskapet, dets aksjonærer og kreditorer om ikke en løsning kom på plass innen kort tid, eller det over lengre periode foreligger usikkerhet knyttet til Selskapets finansielle stilling og evne til å betjene gjeld. Dette ville videre, etter Selskapets oppfatning, lamme Selskapets evne til å opprettholde videre drift, inngå nye kontrakter, kjøpe inn tjenester og materiell på normale vilkår, samt beholde nøkkelpersonell.

Børsen har basert på Selskapets fremstillinger av den finansielle situasjon, ikke funnet grunn til å overprøve Selskapets grunnleggende premisser om at en finansiell restrukturering var nødvendig, og at det var tidspress knyttet til behovet for å få på plass en løsning. Slik sett anser børsen også at en restrukturering av gjeld og tilførsel av egenkapital, var et relevant og egnet tiltak for å løse Selskapets finansielle utfordringer, som må anses å ha betydning for alle aksjonærene.

Børsen ser videre at Selskapet befant seg i en vanskelig situasjon når restruktureringsforslaget Selskapet hadde fremforhandlet ikke ble akseptert av obligasjonseierne. Børsen ser også at Selskapet nødvendigvis måtte forholde seg til Aker som en obligasjonseier med negativ kontroll, og at dette kunne virke begrensende for hvilket handlingsrom Selskapet hadde i forhold til alternativer som ikke inkluderte Aker. Generelt vil en fusjon med en annen aktør kunne bidra til en styrket markedsposisjon, og vil således være en relevant og egnet løsning for å sikre aksjeeieres verdier i et usikkert marked preget av overkapasitet. Børsen har dermed ikke funnet grunn for å overprøve Selskapets premisser om at en fusjon med Solstad hadde et saklig og legitimt formål, og var et egnet tiltak for å fremme Selskapet og aksjonærenes felles interesser i den situasjonen Selskapet befant seg i.

Som det fremgår i det videre stilles det imidlertid spørsmål ved om Selskapet innenfor disse utgangspunktene, kunne og burde ha handlet annerledes tatt i betraktning den grad av forskjellsbehandling som oppstod som følge av i) den nærmere utformingen av Restruktureringen, og (ii) den samlede effekten av Restruktureringen og Fusjonen når gjennomføringen av disse ble gjort betinget av hverandre, særlig sett i sammenheng med vilkårene for Fusjonen, herunder tildeling av A- og B-aksjer som vederlag.

8.3.3 Forholdsmessighet

Som børsen har beskrevet i sirkulære 2014/2 er det ikke tilstrekkelig at tiltaket er motivert ut fra et relevant formål. Det må også foreligge en viss proporsjonalitet mellom fordelene disposisjonen vil innebære for Selskapet og aksjonærfelleskapet samlet sett på den ene siden, og den ulempen som påføres den enkelte aksjonær på den annen side. Børsen har lagt til grunn at det vil være en yttergrense for hva som kan aksepteres av forskjellsbehandling, jf. børsens vurdering av om forskjellsbehandlingen er «grovt urimelig». Hvor denne grensen går vil nødvendigvis måtte vurderes konkret avhengig av Selskapets situasjon, handlingsrom, begrunnelsen for forskjellsbehandlingen og omstendighetene for øvrig. I vurderingen av om disposisjonen er forholdsmessig vil alternative tiltak stå sentralt. Dette inkluderer også tiltak som kan bidra til å redusere grad av forskjellsbehandling slik at man igjen befinner seg innenfor kravet til saklighet.

Grad av forskjellsbehandling

Den samlede effekten av Restruktureringen og Fusjonen for minoritetsaksjonærer hva angår eierander og stemmerettigheter, er etter børsens beregninger som følger:

Andre aksjonærer enn Åge Remøy og selskaper kontrollert av Åge Remøy, har før Restruktureringen en eierbeholdning på 21,36 %. Denne er etter Restruktureringen redusert til 1,26 % (ekskludert nye aksjer tildelt Vard som en del av Restruktureringen). Etter Fusjonen representerer denne beholdningen 0,33 % av aksjene i Solstad. Som følge av at alle vederlagsaksjene som tilbys disse aksjonærene utgjør B-aksjer i Solstad med 1/10 stemmerett, vil det totale antallet stemmer minoriteten i REM sitter igjen med i Solstad etter Fusjonen være 0,04 % før en reparasjonsemisjon. For Selskapets nest største aksjonær Olympic, som før gjennomføringen av Restruktureringen og Fusjonen eier til sammen 10,08 % av stemmene i REM, innebærer Restruktureringen at Olympics eierandel i REM utvannes til 0,59 % og deretter at denne eierandelen i REM konverteres til 0,16 % av aksjene i Solstad, tilsvarende 0,02% av stemmene.

Den grad av utvanning som Restruktureringen innebærer for minoritetsaksjonærene (med unntak av Vard), rammer i begrenset grad Hovedaksjonæren som følge av den rettede emisjonen. Som nevnt blir Remøys kontrollerende posisjon i REM etter Restruktureringen, og hans bidrag i emisjonen, brukt som argument for en oppgjørsstruktur i Fusjonen som sikrer Remøy en betydelig eierposisjon (15 %) og stemmeandel i Solstad (9%). Øvrige aksjonærer er ikke gitt anledning til å bidra i den rettede emisjonen, og slik sett har de med henvisning til tilsvarende argument heller ikke blitt stilt i posisjon til å motta A-aksjer i Solstad.

Emisjonskursen innebærer potensielt en økonomisk fordel for Hovedaksjonæren ved tegning i den rettede emisjonen. I den utstrekning emisjonskursen er lavere enn reelle verdier skulle tilsi, innebærer det også en økonomisk utvanning for aksjonærene i REM at denne videreføres som utgangspunkt for bytteforholdet i Fusjonen. Videre er kursen for Solstad-aksjer som er benyttet som utgangspunkt for bytteforholdet basert på markedskurser og verdier for ordinære aksjer i Solstad med full stemmerett (som blir A-aksjer). Det er usikkerhet knyttet til likviditet og kursdannelse i en ny B-aksje sammenlignet med de eksisterende ordinære aksjene i Solstad, men egenskaper ved B-aksjen tilsier at denne potensielt vil bli priset lavere enn A-aksjen. Disse omstendighetene hadde isolert sett vært noe som hadde rammet alle REM-aksjonærene likt, hvis ikke det hadde vært for at Hovedaksjonæren med utgangspunkt i samme bytteforhold, skal motta vederlagsaksjer med potensielt høyere økonomisk verdi enn øvrige aksjonærer.

For halvparten av det innskutte beløp i emisjonen mottar Remøy A-aksjer i Solstad. For de B-aksjer han får i forbindelse med den resterende halvdel av innskutte beløp, har han mottatt en vederlagsfri salgsopsjon fra Aker hvis verdi må ses i sammenheng med fusjonsvederlaget. Salgsopsjonen gir han en exit-mulighet samt en minimumspris ved et eventuelt salg som tilsvarer verdsettelsen av ordinære Solstad-aksjer i Fusjonen. Tredjeparters forskjellsbehandling av aksjonærer er ikke omfattet likebehandlingsregelen, og slik sett er det i utgangspunktet kun forskjellsbehandlingen som ligger i tildelingen av A-aksjer som er relevant når grad av forskjellsbehandling som springer ut av Selskapets beslutninger skal vurderes. Helt irrelevant er imidlertid ikke salgsopsjonen i forhold til vurderingen av likebehandlingsspørsmålet, da Hovedaksjonærens vilkår om en slik salgsopsjon kan indikere noe rundt hvordan han selv har vurdert attraktiviteten og verdien av B-aksjene i Solstad.

Eksisterende minoritetsaksjonærer i REM ble i den opprinnelige restruktureringsløsningen forespeilet en mulighet til å delta i en reparasjonsemisjon på NOK 20 millioner med emisjonskurs på NOK 0,87. Etter fusjonsavtalen er denne nå endret til en betinget reparasjonsemisjon med B-aksjer i Solstad på NOK 20 million (totalt 1,6 millioner tilgjengelige aksjer) til kurs NOK 12,50. Tegningsperioden løp som beskrevet i pkt. 5.1.8 over, parallelt med en reparasjonsemisjon der eksisterende aksjonærer i Solstad fikk tegne ordinære aksjer til samme kurs på NOK 12, 50. Mens Solstad-reparasjonsemisjonen ble overtegnet med 43 %, hvilket ikke er overraskende tatt i betraktning at omsetningskursen var høyere enn emisjonskursen gjennom tegningsperioden, var tegningsgraden i Rem-reparasjonsemisjonen svært lav, tilsvarende 5,25 %. Det er imidlertid ikke usannsynlig at den lave oppslutningen skyldes i) usikkerhet rundt likviditet og kursdannelse i en ny B-aksje, ii) at B-aksjene

ikke var godkjent for notering på Oslo Børs på tidspunktet for utløpet av tilbudsperioden, og iii) lang periode mellom oppgjør og levering av aksjene som følge av at endelig gjennomføring reparasjonsemisjonen er betinget av en gjennomføring av Fusjonen. På bakgrunn av de nevnte omstendigheter kan det etter børsens oppfatning stilles spørsmålstegn ved hvor reell reparasjonsemisjonen, slik denne ble utformet etter at fusjonsavtalen ble inngått, fremstår som et reparativt tiltak, og hvor egnet dette tiltaket var som et forsøk på å begrense den forskjellsbehandlingen som oppstår ved den rettede emisjonen mot Hovedaksjonæren.

Selskapet har argumentert med at handlingsrommet må være stort når alternativet er tilnærmet utradering av aksjonærverdier. Etter børsens syn kan Restruktureringen og Fusjonen sett i sammenheng, potensielt ha en slik effekt for minoritetsaksjonærer i REM. Det er i hvert fall på det rene at Restruktureringen og Fusjonen sett i sammenheng, innebærer en vesentlig forskjellsbehandling av Åge Remøy og øvrige eksisterende aksjonærer i REM. I vurderingen av om denne også kvalifiserer som uforholdsmessig, og dermed er i strid med likebehandlingsregelen, er det relevant å se hen til handlingsrommet og i hvilken utstrekning prosessene opp mot de relevante beslutningene har vært forsvarlige.

Selskapets vurderinger av handlingsalternativer

En vesentlig del av forskjellsbehandlingen i Restruktureringen og deretter Fusjonen, stammer fra det forhold at Åge Remøy som eneste eksisterende aksjonær får bidra i den rettede emisjonen. Et spørsmål saken reiser er hvorfor et selskap som har et betydelig behov for å styrke egenkapitalen, har begrenset øvrige eksisterende aksjonærers anledning til å bidra med slik kapital. Det er opplyst at Selskapet ikke var i kontakt med andre aksjonærer enn Remøy og Vard (sistnevnte i egenskap av kontraktsmotpart i skipsbyggekontrakten), i forbindelse med utarbeidelsen av Restruktureringsløsningen.

Til dette har Selskapet oppgitt at det var en klar forutsetning fra Bankene at det måtte tilføres NOK 150 millioner i frisk egenkapital. Videre var det en betingelse i Selskapets finansieringsavtaler, som er blitt fastholdt av kreditorfelleskapet, at Remøygruppen skulle kontrollere over 50 % av Selskapet. Tilsvarende var det etter det opplyste et premiss i den løsning som ble fremforhandlet med representanter for obligasjonseierne at de usikrede kreditorene skulle ha 40 % av Selskapet på fullt utvannet basis (før reparasjonsemisjon). Øvrige aksjonærer kunne dermed ifølge Selskapet ikke inviteres til å delta med en større andel av den nye egenkapitalen uten at (i) Åge Remøy bidro med tilsvarende andel av større kapital, eller ii) de usikrede kreditorene reduserte den andel som skulle tildeles dem. Dette var det ikke mulig å komme til enighet om.

De gitte premisser om eierandeler etter gjennomføringen av Restruktureringen, omfanget av emisjonen og det antall aksjer som på bakgrunn av dette måtte utstedes, dannet etter det opplyste også grunnlaget for emisjonskursen.

Børsen har ikke blitt forelagt dokumentasjon på at de oppgitte premisser som ligger til grunn for den valgte restruktureringsløsningen og emisjonskursen, har grunnlag i absolutte betingelser fremsatt av banker og obligasjonseiere. Børsen har heller ikke innsikt i hva som inngikk i modellen Selskapet og Selskapets rådgivere selv utarbeidet og presenterte de ulike aktører, og hvordan modellen deretter ble tilpasset basert på innspill fra aktørene.

Børsen har stilt enkelte oppfølgingsspørsmål knyttet til de angitte betingelser for ulike interessenters bidrag i Restruktureringen. Børsen har blant annet stilt spørsmål ved om Selskapet vurderte en løsning med en bredere og større emisjon hvor også andre aksjonærer fikk delta, og hvor en større del av provenyet ble brukt til tilbakekjøp av obligasjoner mot at eierandelen til obligasjonseiere ble tilsvarende redusert. Børsen har blant annet sett hen til at Selskapet kun forhandlet med en relativt

liten gruppe obligasjonseiere, og at obligasjonsinvestorer på generelt grunnlag kan tenkes å være opptatt av realisering fremfor å sitte som langsiktige eiere i Selskapet. Selskapets har i sin tilbakemelding til børsen oppgitt at Selskapet støttet av sine rådgivere vurderte det som lite sannsynlig at en slik emisjon ville hente inn tilstrekkelig kapital for å gjennomføre dette, særlig hensyntatt aksjonærsammensetningen og likviditeten i aksjen.

I styreprotokoller fremgår det at styret har blitt holdt orientert om forhandlingene rundt og utarbeidelsen av Masteravtalen som fastla prinsippene for Restruktureringen. Av styreprotokollene kan man imidlertid ikke se at styret har utfordret forhold knyttet til likebehandling, herunder alternative løsninger, eierandeler for de respektive parter eller problematikk knyttet til usikkerhet rundt emisjonskurs, og det forhold at øvrige aksjonærer i REM kun i begrenset omfang gjennom reparasjonsemisjonen er gitt anledning til å tegne aksjer på denne kursen. Styrets konklusjon er, som det fremgår i pkt. 5.3.1 over, at *«den fremforhandlede skissen gi en balansert løsning mellom bank, obligasjonseiere og aksjonærer.»*

Et sentralt spørsmål er videre om den utviklingen som involverte en fusjon med Solstad, etter at restruktureringsløsningen ble stemt ned på obligasjonseiermøtet, tilsa en revurdering av den fremforhandlede restruktureringsløsningen, eller i hvert fall at det ble gjort aktive forsøk på å redusere den forskjellsbehandling denne i utgangspunktet innebar. Fusjonsavtalen knytter den opprinnelige restruktureringsløsningen direkte opp mot gjennomføringen av Fusjonen ved at denne gjøres til et vilkår for gjennomføring av Fusjonen. Samtidig medfører Fusjonen endringer i flere av de premisene som lå til grunn for den opprinnelig fremforhandlede restruktureringsløsningen, herunder majoritetsaksjonærs fortsatte kontroll i REM og obligasjonseieres eierandel i REM tilsvarende 40 % etter gjennomføringen av Restruktureringen.

Gitt at disse premisene har blitt brukt som begrunnelse for at forskjellsbehandlingen i Restruktureringen var saklig begrunnet, er det vanskeligere å se at saklighetsvilkåret er oppfylt når relevansen av disse premisene faller bort som følge av Fusjonen. I hvert fall er det etter børsens syn en vesentlig svakhet ved prosessen at styret tilsynelatende, basert på fremlagt samtidig dokumentasjon, ikke har vært bevisst på eller vurdert problemstillinger knyttet til dette. Tvert imot fremgår det av styreprotokoller at styret, blant annet under henvisning til at Hovedaksjonær har bekreftet at han vil stille nødvendig kapital tilgjengelig, mener det er lite ønskelig å starte en prosess som nødvendiggjør en reforhandling av den fremforhandlede refinansieringsløsningen. Også i Newco-alternativet, som av Selskapet vurderes som den mest realistiske alternative løsning til Fusjonen, synes hovedtrekkene i Refinansieringsløsningen videreført, herunder at Remøy som eneste aksjonær skal bidra med kapital gjennom en rettet emisjon, hvilket også etter Selskapets vurdering tilsynelatende bidrar til å gjøre dette alternativet utfordrende i forhold til risikoen for usaklig forskjellsbehandling av aksjonærer.

Dersom styret ikke har vurdert spørsmålet om endrede forutsetninger tilsa at det burde arbeides med å redusere forskjellsbehandlingen av minoritetsaksjonærene i restruktureringsløsningen, anses det heller ikke sannsynlig at forsøk ble gjort på å få til slike løsninger. Tvert imot er det et faktum at blant de tilpasninger som faktisk ble gjort i den opprinnelige restruktureringsløsningen da denne ble knyttet opp mot Fusjonen, var en endring av den opprinnelige reparasjonsemisjonen i REM til en betinget emisjon i Solstad i form av B-aksjer, med en tegningsperiode som i tid kom forut for gjennomføringen av i) den rettede emisjonen, ii) Fusjonen, iii) utstedelsen av B-aksjene og iv) børsens vedtak om notering av disse aksjene på Oslo Børs. Det er godt mulig at dette ble ansett som den tilpasning som lå nærmest opp til den opprinnelige løsningen, men det endrer ikke det faktum at mens den opprinnelige restruktureringsløsningen la opp til en i utgangspunktet liten reparasjonsemisjon i REM, men i en notert aksje, og med en direkte mulighet for aksjonærene til å vurdere attraktiviteten av reparasjonsemisjonen på tegningstidspunktet, så la den nye løsningen opp til en betinget reparasjonsemisjon i Solstad med tegning i stemmesvake B-aksjer, til en tegningskurs

som var basert på verdivurderinger rundt Solstads ordinære aksjer, men med betydelig usikkerhet knyttet til kursdannelsen og omsetningspotensialet i B-aksjen.

Børsen er på denne bakgrunn heller ikke enig i Selskapets argumentasjon om at den lave interessen i reparasjonsemisjonen nødvendigvis «*underbygger at det ikke fantes tilgjengelig kapital eller interesse for å delta i en større emisjon.*» At usikkerheten rundt omsetningsverdi og -potensiale i B-aksjen innebar at tegning i reparasjonsemisjonen fremstod som mindre attraktiv for REM-investorer, underbygges etter børsens syn av at Hovedaksjonær som betingelse for sin egen tegning krevde halvparten av fusjonsvederlaget for de tegnede aksjene i A-aksjer og en salgsopsjon for de øvrige aksjene med utøvelseskurs tilsvarende verdsettelsen av A-aksjene i bytteforholdet. Tvert imot er det etter børsens vurdering en svakhet ved prosessen at Selskapet ikke kom opp med andre bedre egnede tiltak for å begrense forskjellsbehandlingen Restruktureringen og Fusjonen innebar for minoritetsaksjonærene.

I et scenario hvor alle aksjonærer fikk tilbudt aksjer i samme aksjeklasse som oppgjør i fusjonen, ville den naturlige reparative løsningen vært en bredere rettet emisjon. Det er som nevnt vanskelig å forstå bakgrunnen for å begrense denne adgangen, i hvert fall når premissene om fortsatt kontroll for Åge Remøy og nærmere angitte eierandeler for obligasjonseiere ikke lenger gjorde seg gjeldende. Når forhandlingene etter hvert kom inn på et spor med ulike aksjeklasser er børsen derimot enig i at en bredere emisjon eller større forutgående reparasjonsemisjon, ikke nødvendigvis ville fremstå som et hensiktsmessig reparativt tiltak, under forutsetning at minoritetsaksjonærene kun fikk tegne B-aksjer eller tegningen tilsa vederlagsaksjer kun i form av B-aksjer. En slik struktur tilsa dermed at reparative tiltak måtte utformes på en annen måte for å være egnet til å redusere forskjellsbehandlingen.

En mulighet kunne i lys av dette være en bredere emisjon eller reparasjonsemisjonsemisjon med en tilsvarende 50/50-fordeling av A- og B-aksjer. Dette ville i det minste være et relevant reparerende tiltak i forhold til den forskjellsbehandlingen Selskapet bidro til ved å slutte seg til en Fusjon der Hovedaksjonær fikk delvis oppgjør i A-aksjer. Selskapet har til dette argumentert med at det har formodningen mot seg Aker/Solstad ville akseptert en endring i premissene for Restruktureringen som medførte at aksjonærene i REM ville sitte igjen med en høyere eierandel/stemmeandel i det fusjonerte selskapet. En alternativ løsning kunne i lys av dette ha vært at flere fikk delta innenfor størrelsen av den rettede emisjonen på 150 millioner, eventuelt kombinert med en garanti fra Hovedaksjonær, eller en «claw-back» modell der Hovedaksjonær forpliktet seg til å videreselge en andel av de aksjer han mottar som vederlag for tegning i den rettede emisjonen, til minoritetsaksjonærer i REM med en 50/50-fordeling mellom A- og B-aksjer. Børsen kan av den fremlagte dokumentasjon ikke se at slike alternativer har vært vurdert i forkant av Selskapets beslutninger om Restrukturering og Fusjon, hvilket vil være en naturlig følge av at Selskapet var opptatt av å videreføre den fremforhandlede restruktureringsløsningen slik den opprinnelig var tiltenkt gjennomført.

Selskapet har vist til at det også var en premiss og forutsetning fra øvrige parter at den opprinnelige restruktureringen skulle gjennomføres som forutsatt, for å unngå en ødeleggende reforhandling med usikkert utfall. Selskapet har derfor vist til at det kun ble gjort enkelte ikke-vesentlige justeringer i vilkårene etter innspill fra de sikrede investorene. Børsen kan ikke se at det ville hatt vesentlig betydning om flere enn Åge Remøy også hadde blitt gitt anledning til å bidra innenfor rammen av det totale beløp som skulle tilføres, all den tid det ikke lenger var en forutsetning at Hovedaksjonær skulle ha fortsatt kontroll i Selskapet. Det antas også at en alternativ løsning med en videresalgmodell som beskrevet, kunne ha blitt gjennomført uten endringer i den fremforhandlede restruktureringsløsningen.

Når man ser prosessen i sammenheng og ser hen både til de omstendigheter som ledet frem til den opprinnelige restrukturingsløsningen og deretter Fusjonen, dannes det etter børsens vurdering et bilde av at Selskapet tilsynelatende har strukket seg langt i forhold til interessenter - Hovedaksjonær, sikrede og usikrede kreditorer og Vard - som har vært i en forhandlingsposisjon. Remøy har fått gjennomslag for flere særkrav, og slik sett er vederlagsstrukturen i Fusjonen et utslag av Remøys krav. Vard har i Sideavtalen sikret seg en oppkapitalisering av datterselskapet uten utvanning av egen eierandel i dette datterselskapet, og Remøys personlige garanti for dette. Obligasjonseiere, som ifølge styreprotokoll av 25. august har vist motstand til Fusjonen, herunder tildeling av B-aksjer, blir samme dag som Restrukturering og Fusjonen skal stemmes over, forelagt endringer i vilkårene for Det Nye Obligasjonslånet, samt en «consent fee» tilsvarende 1,7 % av pålydende dersom forslaget stemmes igjennom og Restruktureringen og Fusjonen gjennomføres.

Når det gjelder minoritetsaksjonærene som ikke er i posisjon til å blokkere forslaget, har Selskapet tilsynelatende foretatt seg lite. Riktignok viser dokumentasjonen at Selskapet og enkeltstyremedlemmer gjorde gjentatte forsøk på å få til oppgjør i ordinære Solstad-aksjer for alle, som åpenbart ville gitt et bedre utfall for alle aktører som fikk konvertert gjeld og fordringer og for eksisterende minoritetsaksjonærer i REM. Men utover dette er det, foruten den begrensede reparasjonsemisjonen som opprinnelige ble foreslått og etterfølgende tilpasninger av denne, ikke truffet noen konkrete tiltak som er egnet til å begrense den forskjellsbehandling Restruktureringen og Fusjonen innebærer for minoritetsaksjonene.

8.3.4 Styrets vurderinger rundt saklighet og rimelighet i forhold til Hovedaksjonærs vilkår om tildeling av A-aksjer

Et sentralt spørsmål er videre, tatt i betraktning at løsningen ble en tildeling av A-aksjer kun til Hovedaksjonær, om en slik forskjellsbehandling var saklig. Det fremgår av styreprotokollene at styret, etter først å ha forsøkt å forhandle frem A-aksjer til alle aksjonærene, vurderer at de kan akseptere denne forskjellsbehandlingen av aksjonærene da det alternative utfallsrommet er uoversiktlig, og videre at forskjellsbehandlingen kan gi et bedre utfall for aksjonærer, obligasjonseiere, Vard og bankene enn alternativene. Det foreligger ikke noen formell styreprotokoll fra styrets endelige beslutning om å inngå Fusjonsavtalen, og børsen legger da til grunn at styret konkluderte i samsvar med de nevnte vurderingene.

Selskapets juridiske rådgiver har forelagt børsen et notat datert 16. juli om aksjer i ulike aksjeklasser og forholdet til likebehandling som etter det opplyste ble utarbeidet for administrasjonen i Selskapet. Notatet, som er nærmere omtalt i pkt. 5.3.3, omtaler en struktur der hovedaksjonær skal motta C-aksjer med rett til konvertering til A-aksjer i Solstad på visse vilkår, mens minoritetsaksjonærer mottar B-aksjer med stemmerettsbegrensninger. I notatet konkluderes det med at allokeringen av hhv. B- og C-aksjer ikke fremstår usaklig «*basert på Selskapets finansielle stilling og de standpunkter Selskapets aksjonærer og kreditorer har tatt, herunder Aker og Remøygruppen.*» Mer konkret pekes det på at «*betingelsene ikke er stilt av Selskapets hovedaksjonær, men i hovedsak en konsekvens av kreditorenes, herunder Akers, posisjon i Selskapet og SOFF. Selskapets oppfatning er dermed at tildeling av C-aksjer til aksjonærer som stiller med ny kapital vil kunne utgjøre saklige grunner. Dette omfatter både krav fra obligasjonseierfellesskapet og Remøygruppen, da begge deltakelse er nødvendige for å sikre Selskapets fremtidige drift.*»

Overfor børsen har Selskapet argumentert med at Selskapet ikke var pådriver bak fordelingen mellom A- og B-aksjer, og vist til at styret har gjennom forhandlingene med Aker fastholdt at de ønsket likebehandling av aksjonærene i Selskapet så langt det er mulig. Styret har måtte akseptere tilbudet fra Solstad/Aker da det ble klart at det ikke forelå alternativer til en slik løsning.

Det er vanskelig å forstå et resonnement om at Aker/Solstad skulle ha fremtvunget et skille mellom A- og B-aksjer i lys av den dokumentasjonen som for øvrig er fremlagt og omstendighetene slik de

forelå. Det vises blant annet til sms-korrespondansen mellom en sentral aktør i Aker og styremedlemmet i REM der Akers representant omtaler Selskapets juridiske rådgivers innspill om en «*spesialaksje til Åge og B-aksjer til resten*» som «*umulig*». Selskapets juridiske rådgiver er også den som kommer med forslag om en modell med «*forskjellsbehandling mellom de som konverterer gjeld og de som kommer med kontante penger i emisjonen i REM Offshore ASA*», og som det i senere e-post tilsynelatende refereres til at er identisk med den avtalen Aker til slutt ville akseptere, jf. e-post av 18. juli mellom Selskapets juridiske rådgiver og styremedlem Knudsen, gjengitt i pkt. 5.3.3 over.

Også i Selskapets kommentarer til børsens forhåndsvarsel fremgår det at «*Åge Remøy som skulle inn med ny egenkapital ikke ville akseptere en løsning der hans eierandel ble reflektert utelukkende i B-aksjer*». Dette samsvarer også med den begrunnelsen for forskjellsbehandling styret i Selskapet har gitt til sine aksjonærer i innkalling til generalforsamling, og det som fremgår i Fusjonsavtalen og andre steder. Forskjellsbehandlingen er her begrunnet med at Hovedaksjonæren for å samtykke til gjennomføringen av Fusjonen, har satt som vilkår at hans kontrollposisjon i Selskapet reflekteres i form av en betydelig stemmeinteresse i Solstad. Det er i den sammenheng sett vesentlig hen til at han alene vil sikre at Fusjonen vedtas i generalforsamlingen i Selskapet. Det er derfor vektlagt at det i den foreliggende situasjonen er nødvendig å begrense gjennomføringsrisiko for den planlagte Fusjonen og restruktureringsprosessene.

Børsen stiller seg på bakgrunn av dette spørsmålet om styret i Selskapet faktisk kunne og burde gå inn for en løsning der fusjonsstrukturen tilpasses særkrav stilt av Hovedaksjonær, som da også resulterer i en så stor grad av forskjellsbehandling mellom aksjonærer. Børsen har i tidligere saker uttalt at det går en grense for hva styret kan akseptere av betingelser stilt av aksjonærer og andre interessenter i forhold til kravet om likebehandling.⁸ Det vises i den forbindelse også til uttalelser i Filip Truyens bok «*Aksjonærenes Myndighetsmisbruk*» hvor det konkluderes med at rettede emisjoner til en aksjonær i forkant av en fusjon som bidrar til å bedre vedkommende aksjonærs stilling etter gjennomført fusjon «*bare unntaksvis vil fylle saklighetsvilkåret*». Truyen skriver i den forbindelse:

«Dette gjelder selv om emisjonen er en forutsetning for aksjonærens tilslutning til fusjonen. Dersom en aksjonærs krav om særfordeler kan tillegges relevans som saklighetsargument, vil minoritetsvernet svekkes dramatisk. Saklighetsvilkåret kan ikke brukes for å legitimere tildeling av særfordeler som følge av trussel om å blokkere fusjonen. Dette vil gi aksjemajoriteten et ubegrenset spekter av saklighetsargumenter. Nesten i enhver sammenheng vil det kunne anføres at den omtvistede beslutningen er en forutsetning for majoritetens stemmegivning i andre ubetinget gunstige beslutninger. En slik svekkelse av misbruksskranken ville gjøre det enkelt for aksjemajoriteten å presse frem særfordeler uten en fare for etterfølgende domstolssensur.»⁹

Hensikten her er ikke å vise til at det blir gjennomført en rettet emisjon mot Hovedaksjonæren i forkant av fusjonen, da børsen er enig i at det stiller seg annerledes i en situasjon hvor denne allerede ble planlagt før fusjonen og er et ledd i den planlagte finansielle restruktureringen. Poenget er å illustrere at det å etterkomme en aksjonærs særkrav under forutsetning av stemmegivning, ikke i seg selv bør kunne anses som et relevant saklighetsargument i sammenheng med likebehandlingsregelen.

Utgangspunktet må derfor etter børsens syn være at styret var forpliktet til å gjøre en selvstendig vurdering av rimeligheten i Hovedaksjonærens krav om tildeling av A-aksjer i forhold til likebehandlingsregelen. Dette gjelder ikke minst i forhold til konstellasjonen i REM der

⁸ Vedtak og uttalelser 2014 s. 57, Rettet emisjon i Songa Offshore

⁹ Philip Truyen, «*Aksjonærenes Myndighetsmisbruk – en studie av asl./asal § 5-21 og uskrevene misbruksprinsipper*», s. 409.

generalforsamlingen kontrolleres av Hovedaksjonæren selv, og der resultatet kan bli at Hovedaksjonæren treffer vedtak som begunstiger han selv på bekostning av andre aksjonærer, på bakgrunn av vilkår stilt av han selv. Dette innebærer at dersom ikke kravet fra Hovedaksjonær om å få A-aksjer, mens øvrige aksjonærer tildeles B-aksjer, anses saklig begrunnet, så vil heller ikke Hovedaksjonærens tilslutning til styrets forslag om et slik vedtak på generalforsamling, være i samsvar med likebehandlingsregelen. Dette må etter børsens vurdering også gjelde i en situasjon hvor Selskapets kapitalbehov er påtrengende.

I styrets begrunnelse for beslutning om A-aksjer for halvparten av innskutt kapital inntatt i innkalling til generalforsamling, vises det til at Hovedaksjonær satte som vilkår å videreføre sin kontroll i REM i en betydelig eierposisjon i Solstad. Til dette vil børsen bemerke at Hovedaksjonærens fortsatte kontroll i REM etter Restruktureringen, har blitt etablert på bekostning av en betydelig utvanning av øvrige aksjonærer. Etter børsens syn kan det fremstå det som urimelig at en slik forskjellsbehandling ytterligere skal forsterkes gjennom en tildeling av A-aksjer til Hovedaksjonær, også tatt i betraktning at minoritetsaksjonærene ikke er blitt satt i posisjon til å begrense den forskjellsbehandlingen tildelingen av aksjer i ulike aksjeklasser innebærer.

Det blir i innkallingen til generalforsamlingen videre vist til at aksept av vilkåret for gjennomføring fra Hovedaksjonærs side i den foreliggende situasjonen etter styrets vurdering er forsvarlig, *«særlig sett hen til hovedaksjeeieren i forkant av gjennomføring av fusjonen vil bidra med betydelig ny egenkapital i Selskapet som vil komme det fusjonerte selskapet til gode gjennom Fusjonen (...)»* Etter børsens vurdering er det likevel vanskelig å begrunne en tildeling av A-aksjer under henvisning til dette, når ingen andre eksisterende aksjonærer enn Hovedaksjonær har blitt gitt anledning til å bidra med kapital i den aktuelle emisjonen. Selskapets eventuelle antakelser rundt minoritetsaksjonærer finansielle ressurser til å delta med frisk kapital, kan etter børsens syn ikke saklig begrunne den vesentlige forskjellsbehandlingen en slik vederlagsstruktur er egnet til å innebære, ei heller fraværet av realistiske muligheter for minoritetsaksjonærer til å begrense denne forskjellsbehandlingen.

I lys av det ovennevnte stilles det spørsmålet om styret har foretatt en forsvarlig vurdering av sakligheten og rimeligheten i de vilkår som Hovedaksjonær stilte for å bidra med kapital, sammenlignet med situasjonen for minoritetsaksjonærene. I denne sammenheng er det naturligvis et kompliserende moment at Åge Remøy, i tillegg til å kontrollere fusjonsbeslutningen på generalforsamlingen, også opptrådte som styreleder i vurderingene av disse forholdene, jf. nærmere om habilitet og interessekonflikter nedenfor.

8.3.5 Særlig om styrets saksbehandling, styreleders habilitet mv.

Som nevnt ser børsen i sin vurdering blant annet hen til om styret har behandlet saken på en forsvarlig og uhildet måte. Det er større risiko for at et styret legger vekt på utenforliggende hensyn, eller ikke i tilstrekkelig grad vurderer aksjonærfelleskapets beste, i et tilfelle hvor styremedlemmer som deltar i behandlingen må anses å ha fremtredende personlige eller økonomiske særinteresser i saken. I behandling av saker som innebærer en forskjellsbehandling av aksjonærer, og som dermed har en side til likebehandlingsprinsippet, bør styret derfor være seg særlig bevisst at saken behandles på en forsvarlig og uhildet måte, og gjøre tilfredsstillende, løpende vurderinger av styremedlemmers habilitet.

Åge Remøy hadde rollen som administrerende direktør frem til 1. mai 2016. Åge Remøy gikk deretter inne i rollen som styreleder fra 18. mai 2016. Børsen legger til grunn at Åge Remøy var involvert i det innledende arbeidet med refinansieringsløsningen i egenskap av å være administrerende direktør slik det også fremgår av styreprotokoll fra styremøte avholdt 31. mars. Etter 18. mai har Åge Remøy i egenskap av styreleder deltatt i alle styremøter som behandler Masteravtalen som legger premissene for restruktureringsløsningen og elementene i denne, herunder møtet avholdt 22. juni der styret slutter seg til Masteravtalen og gir administrerende direktør fullmakt til å inngå denne.

Samtidig er Åge Remøy part i Masteravtalen i egenskap av Hovedaksjonær, og struktur og emisjonskurs ble etter det opplyste i Fusjonsplanen fremforhandlet mellom kreditorene og Hovedaksjonær. Styret beslutter å inngå avtalen under henvisning til at denne representerer en *«balansert løsning mellom bank, obligasjonseiere og aksjonærer.»*

Wikborg Rein har i et notat vedrørende Åge Remøys habilitet lagt frem for styret i et styremøte avholdt 21. juli, det vil si på et senere tidspunkt, vist til at *«I de tilfellene det er spørsmål om å rette emisjonen mot styremedlemmet alene, er interessemotsetningen sterk. Særinteressen er følgelig i denne situasjonen "fremtredende", slik at styremedlemmet etter asal. § 6-27 (1) ikke kan delta i spørsmålet.»*

I etterkant av at Masteravtalen ble besluttet inngått i styremøtet den 22. juni, sirkuleres det den 29. juni en protokoll vedrørende styrets beslutninger om å fremme forslag til generalforsamling om vedtakelse av de kapitalforhøyelser restruktureringsløsningen forutsetter. Åge Remøy anses her inhabil i forhold til den rettede emisjonen mot ham selv. Beslutningen om den rettede emisjonen er imidlertid et resultat av inngåelsen av Masteravtalen som i tidligere styremøter har blitt behandlet og besluttet inngått, med styreleder Åge Remøys deltakelse.

En videreføring av innholdet i denne Masteravtalen, herunder Åge Remøys kapitalbidrag gjennom den rettede emisjonen, har tilsynelatende vært en viktig premis i styremedlemmenes, herunder styreleder Åge Remøys, videre vurderinger og valg, inkludert fusjonsløsningen med Aker. Det er dermed etter børsens syn klare problemstillinger knyttet til Åge Remøys behandling av den rettede emisjonen som inngikk i Masteravtalen i egenskap av styreleder.

Når det gjelder styrets forhandlinger om Fusjon, blir det ved styrets første behandling av forhandlingene med Aker, stilt spørsmål ved om styreleder Åge Remøy er inhabil. Dette konkluderer styret med at han ikke er, uten at det fremgår en nærmere begrunnelse for dette. Børsen kan ikke se at det har blitt konkludert annerledes på et senere tidspunkt, med unntak av at Wikborg Rein i et notat fremlagt for styret i forbindelse med styremøte 21. juli, konkluderer med at Åge Remøy er *«inhabil ved styrets vurdering av alternative kapitalstrukturer så lenge Newco-alternativet er et aktuelt alternativ».*

Det fremgår av styreprotokollene at Åge Remøy er sentral i forhandlingene med Aker vedrørende Fusjonen. Videre er vilkår og synspunkter fra «hovedaksjonær» flere ganger omtalt i styreprotokollene. Åge Remøy er i egenskap av hovedaksjonær personlig part i avtalen om Fusjon og støtte til refinansiering mv. som regulerer vilkårene for Fusjonen. Som nevnt over er også resultatet av forhandlingene med Aker/Solstad og hovedaksjonær Åge Remøy, at styret i Selskapet aksepterer en avtale om fusjon som i stor grad er tilpasset Åge Remøys særkrav. Åge Remøy har ved siden av denne avtalen også fremforhandlet en avtale med Aker om put-opsjon på sine B-aksjer som etter Selskapets oppfatning Aker anså som nødvendig «for å forhindre at Remøygruppen blokkerte fusjonen med Solstad.»

Selskapet har anført at det i tillegg til styremøter ble foretatt løpende samtaler med det «habile styret» og Åge Remøy. Det er også lagt frem en e-postutveksling mellom enkeltstyremedlemmer og Selskapets advokat som illustrasjon på at *«dialogen knyttet til hhv. A og B-aksjer har vært holdt adskilt mellom hovedaksjeeier og de habile styremedlemmene».* Børsen kan ikke se at de e-poster det vises til dokumenterer at Remøy har blitt holdt utenfor styrets vurderinger og beslutninger knyttet til A- og B-aksjer. Derimot gis det et bilde av at Åge Remøy satt sentral i forhandlingene mot Aker, enten i egenskap av hovedaksjonær, som styreleder (som han også refereres til i e-postene), eller begge deler. Det er uansett på det rene at Åge Remøy deltok i egenskap av styreleder i alle styremøter vedrørende forhandlingene med Aker/Solstad om Fusjonen, herunder styremøtene av 18. juli der

styret går langt i å konkludere med at den forskjellsbehandlingen Fusjonen innebærer i form av vederlag med A- og B-aksjer, er akseptabel sett hen til alternativene. Det er Åge Remøy som på vegne av REM har signert Fusjonsavtalen, og han deltar også i behandlingen av fusjonsplan og beslutningen om å foreslå at generalforsamlingen fatter vedtak om fusjon, jf. sirkulert styreprotokoll av 8. september.

Børsen stiller spørsmål ved Åge Remøys ulike roller og om det forelå interessekonflikter som kan ha påvirket hans vurderinger i egenskap av styreleder i forhold til aksjonærfellesskapets beste, likebehandling av andre aksjonærer i Selskapet, handlingsalternativer mv, og da særlig sett hen til de særfordeler han har fremforhandlet for seg selv i egenskap av hovedaksjonær. At styret også beslutter å gå inn på Fusjonen på de nevnte premisser, kan reise spørsmål ved om forskjellsbehandlingen i tilstrekkelig grad er saklig begrunnet i Selskapets og aksjonærenes felles interesser. En eventuell korrigerende styrebeslutning som innebar en urimelig forfordeling av aksjonærer i generalforsamlingen var heller ikke sannsynlig, tatt i betraktning at Åge Remøy også kontrollerte denne, og der alene kunne beslutte med endelig virkning gjennomføring av Restrukturering og Fusjon.

8.4 Oppsummering og konklusjoner

En kritisk finansiell situasjon vil kunne tilsi et betydelig handlingsrom for styret i arbeidet med å få på plass en refinansiering. I disse tilfellene vil også selskapet måtte legge særlig vekt på hensynet til kreditorene som en relevant selskapsinteresse. Videre vil naturligvis en til dels betydelig forskjellsbehandling av aksjonærer i større grad kunne forsvares som saklig dersom konkursscenarioet er et reelt alternativ. I slike situasjoner vil normalt også tidspress, behov for å minimere gjennomføringsrisiko og håndteringen av mange ulike interessenter med til dels motstridende interesser, kunne begrense omfanget av handlingsalternativer som fortøner seg som realistiske for selskapet på det aktuelle tidspunktet hvor beslutninger må tas.

Selskapet må imidlertid også i disse tilfellene må være oppmerksom på at arten og graden av forskjellsbehandling kan tilsi en særskilt aktsomhet i forhold til løsningen selskapet ender opp med, de valg som blir tatt underveis i prosessen og den samlede effekten av løsningen for de ulike aksjonærgrupperinger. Dette vil typisk være tilfellet der resultatet av den valgte løsningen er at en majoritetsaksjonær kommer vesentlig bedre ut av det enn minoritetsaksjonærene. I vurderingen av om forskjellsbehandlingen er saklig i lys av det nevnte, vil børsen også i disse tilfellene se hen til om prosessen rundt en slik løsning fremstår som forsvarlig.

Børsen har ikke funnet grunn til å overprøve premisset om at en restrukturering var nødvendig gitt Selskapets finansielle situasjon, og videre at en fusjon med Solstad kunne fremstå som egnet til å fremme Selskapets og aksjonærfellesskapets interesser i den situasjon Selskapet på et senere tidspunkt befant seg i.

Den fremforhandlede restrukturingsløsning og fusjonen sett i sammenheng medfører imidlertid en vesentlig forskjellsbehandling av eksisterende aksjonærer i Selskapet ved i) at Åge Remøy gjennom selskaper han kontrollerer, som eneste aksjonær får tegne seg i den rettede emisjonen, og opprettholde en betydelig posisjon i REM, til tross for den vesentlige utvanning som Restruktureringen for øvrig innebærer av eksisterende minoritetsaksjonærer, og ii) minoritetsaksjonærer som vederlag i Fusjonen kun mottar B-aksjer med begrenset stemmerett, mens Åge Remøy for halvparten av beløpet han tegner seg for i den rettede emisjonen mottar ordinære A-aksjer.

Videre innebærer transaksjonene en potensielt betydelig økonomisk forfordeling som følge av i) fremgangsmåten for fastsettelse av emisjonskursen, og ii) ved at egenskaper ved B-aksjene i Solstad kan tilsi at disse vil bli priset lavere enn A-aksjene etter Fusjonen. En slik usikkerheten knyttet til

omfang av økonomisk forfordeling skulle etter børsens oppfatning tilsi en økt aktsomhet fra styret i forhold til likebehandling av aksjonærer.

Samtidig kan ikke børsen se at styret har vært tilstrekkelig aktsom i forhold til vurderinger knyttet til alternative tiltak, herunder tiltak som kunne redusere forskjellsbehandlingen. Slike tiltak kunne eksempelvis innebære en bredere emisjon der flere eksisterende aksjonærer i REM fikk delta, og med delvis oppgjør i A-aksjer på tilsvarende premisser som Remøy, eller en videresalgsmoell der Hovedaksjonær selger deler av de A- og B-aksjene han mottar for REM-aksjene han tegner i den rettede emisjonen, dog forutsatt at det ikke lot seg gjennomføre med en reparasjonsemisjon med oppgjør i A-aksjer. I fravær av en mulighet for minoritetsaksjonærer til å bli stilt i posisjon til å motta A-aksjer, fremstår Hovedaksjonærens krav om A-aksjer for innskutt kapital, og styrets tilslutning til dette, som et tiltak som er egnet til å innebære en grovt urimelig forskjellsbehandling av aksjonærer.

Videre er det klare utfordringer knyttet til Åge Remøys ulike roller i prosessen som ledet frem til Restruktureringen og Fusjonen, som gjør at det kan stilles spørsmål ved styrets behandling av forskjellsbehandlingen og aksjonærenes felles interesser. Det vises i den forbindelse til at Åge Remøy er part i Masteravtalen og Fusjonsavtalen i egenskap av hovedaksjonær og satt sentralt i forhandlingene i den forbindelse, samtidig som han deltok i styrets behandling av disse avtalene i egenskap av styreleder i Selskapet. Åge Remøy har også en særavtale om salgsoption med Aker, som innebærer at en tegning med tildeling av B-aksjer til ham, fremstår mer attraktivt enn det tegning med tildelingen av B-aksjer fremstår for andre.

De nevnte forhold kan etter børsens syn ha virket inn på styrets vurderinger rundt premissene for og den nærmere utformingen av Restruktureringen og Fusjonen, alternative løsninger, og sakligheten i de vilkår Hovedaksjonærens stilte for å bidra med kapital. Styrets beslutninger ble senere godkjent av generalforsamlingen der Åge Remøy gjennom selskaper han eier, kontrollerte tilstrekkelig antall stemmer til alene stemme gjennom de aktuelle vedtak.

Det er på denne bakgrunn børsens oppfatning at det ovennevnte samlet sett har bidratt til at forskjellsbehandlingen av minoritetsaksjonærer i Selskapet som fremstår som uforholdsmessig og grovt urimelig, og at det foreligger brudd på løpende forpliktelser pkt. 2.1 om likebehandling.

9 Sanksjon

Børsen fører tilsyn med etterlevelsen av det verdipapirrettslige likebehandlingsprinsipp i vphl. § 5-14 gjennom den likelydende bestemmelsen i løpende forpliktelser punkt 2.1. Børsen vil etter gjeldende regler kunne sanksjonere vesentlige brudd med overtredelsesgebyr på maksimalt 10 ganger årlig kursnoteringsavgift. Overtredelsesgebyret skal betales til børsen, jf. børsforskriften § 31 (1).

Børsstyret har ved to tidligere anledninger ilagt overtredelsesgebyr 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).

Videre ila børsstyret i 2015 overtredelsesgebyr tilsvarende tre ganger kursnoteringsavgift for brudd på likebehandlingsregelen i løpende forpliktelser pkt. 2.1, i en sak som gjaldt en rettet emisjon i Sparebank 1 Østfold Akershus, jf. børsstyrets vedtak av 23. september 2015. Saken ble klaget inn for og opprettholdt av Børsklagenemnden, jf. Børsklagenemndens sak 3/2015 (Vedtak og Uttalelser 2015 s. 102).

Oslo Børs finner at overtredelsen i saken er så alvorlig at det bør reageres med overtredelsesgebyr.

Likebehandling er et grunnleggende prinsipp i verdipapirhandelretten. Prinsippet har stor betydning i det regulerte marked for å sikre markedets integritet og tillit, ved at det gir et minoritetsvern. Som fremholdt i pkt. 6.1 påtar selskaper som inviterer småaksjonærer til å delta med risikokapital seg et ansvar for å ivareta også deres interesser. Dette utgangspunktet må også gjelde i situasjoner hvor Selskapet befinner seg i en vanskelig finansiell situasjon.

I forhold til den nærmere utmålingen i saken, har børsen tatt i betraktning at Selskapet befant seg i en utfordrende finansiell situasjon, og at særlig prosessen som ledet opptil Fusjonen var uoversiktlig, og forutsatte krevende vurderinger under tidspress. Den samlede effekten av Restruktureringen og Fusjonen innebar imidlertid en vesentlig krenkelse av utgangspunktet om likebehandling av aksjonærer, som fremstår uforholdsmessig og grovt urimelig. Saken gjelder usaklig forskjellsbehandling mellom majoritetsaksjonær og minoritetsaksjonærer som er i kjernen av det likebehandlingsregelen skal forhindre.

Etter en totalvurdering kommer Oslo Børs til at overtredelsesgebyret passende settes til tre ganger årlig kursnoteringsavgift lik 493 800 kroner.

På bakgrunn av overstående traff børsstyret følgende vedtak:

For brudd på kravet til likebehandling etter løpende forpliktelser punkt 2.1, ilegges REM Offshore ASA et overtredelsesgebyr på tre ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 493 800,- kroner, jf. børsforskriftens § 31 og løpende forpliktelser punkt 15.4.

4.1.2 Vedtak om avvisning av klage over Oslo Børs' vedtak av 19. desember 2016, 20.01.2017

Det vises til klage datert 6. januar 2017 fra Åge Remøy over børsens vedtak av 19. desember 2016. Åge Remøy er tidligere styreleder i Rem Offshore ASA («REM»), nå Solship Invest 1 AS («Solship»).

1 Bakgrunn

Den 16. november 2016 traff børsstyret et vedtak om å ilegge REM et overtredelsesgebyr tilsvarende tre ganger kursnoteringsavgift for brudd på kravet til likebehandling i løpende forpliktelser punkt 2.1. Bruddet knytter seg til beslutninger fattet av styret og generalforsamling i forbindelse med en finansiell restrukturering av selskapet og en påfølgende fusjon med Solship, med oppgjør i aksjer i Solships morselskap, Solstad Offshore ASA (Solstad). Åge Remøy var styreleder på tidspunktet for beslutningene. I tillegg kontrollerte han, gjennom selskaper han eier, 78,6 % av aksjene i REM, og var med det største aksjonær i selskapet.

Vedtaket ble påklaget av REM ved klage datert 30. november 2016. Ved behandlingen av klagen fastholdt børsstyret at det forelå et brudd på likebehandlingsregelen pkt. 2.1 i løpende forpliktelser, som skulle sanksjoneres med overtredelsesgebyr. Under henvisning til et reparerende tiltak REM hadde igangsatt etter børsens vedtak av 16. desember 2016, besluttet imidlertid børsstyret å nedjustere overtredelsesgebyret fra tre ganger til to ganger kursnoteringsavgiften. Det forelå således et omgjort vedtak, og selskapet ble gitt en ny mulighet til å påklage dette vedtaket med frist til 9. januar 2017.

Fusjonen mellom REM og Solship ble gjennomført 9. desember 2016. REMs partsstilling i saken ble med det overført til Solship, som overtakende selskap i fusjonen, jf. allmennaksjeloven § 13-2 (1). Åge Remøy, som kontrollerer ca. 8 % av stemmene i Solstad, er ikke medlem av styret i Solship, og er per dato for innsendelse av klagen heller ikke representert i Solships styre på annen måte.

Solship påklaget ikke det omgjorte vedtaket av 19. desember 2016. Åge Remøy sendte imidlertid inn en klage på egne vegne, innen utløpet av klagefristen.

Det følger av børsloven § 40 at forvaltningslovens regler om klage mv. får anvendelse når regulert marked treffer vedtak om å ilegge en utsteder overtredelsesgebyr for brudd på løpende forpliktelser i henhold til børsloven § 31. Det er fastsatt i børslovens § 41 (3) at forvaltningsloven kommer til anvendelse for klagenemndens virksomhet. Etter forvaltningsloven § 28 kan enkeltvedtak påklages av en part eller annen med rettslig klageinteresse. Solship, som er part i vedtaket av 19. desember, har ikke påklaget vedtaket. Spørsmålet børsen må ta stilling til er om Åge Remøy har rettslig klageinteresse slik at klagen kan fremmes for Børsklagenemnden.

Det følger av forvaltningsloven § 33 at underinstansen plikter å avvise saken, dersom vilkårene for å behandle klagen ikke foreligger.

2 Partenes anførsler

Åge Remøy har anført at han har rettslig klageinteresse som tidligere styreformann i REM. Han skriver at han som følge av dette er direkte berørt av børsens vedtak av 16. november og 19. desember 2016. Videre anføres det at vedtakene har en konkret og aktuell tilknytning til alle medlemmer av styret på det daværende tidspunkt, da det er deres vurderinger som i realiteten er gjenstand for vurdering.

Solship har blitt forelagt Remøys klage og har fått anledning til å uttale seg i anledning denne. Solship anses av Oslo Børs som part i saken, da spørsmålet om klagen kan fremmes eller ikke anses å ha direkte betydning for Solship som følge av at det er Solship børsens vedtak av 19. desember retter seg mot. Solship har i e-post av 13. januar 2017 uttalt at Solship av prosessøkonomiske årsaker besluttet å ikke påklage børsens vedtak av 19. desember, og videre at børsen selv må ta stilling til om Åge Remøy, som tidligere styreleder, har rettslig klageinteresse.

3 Børsens vurdering av Åge Remøys rettslige klageinteresse

Begrepet «rettslig klageinteresse» gir uttrykk for en rettslig standard. Avgjørelsen av om en klage skal tillates fremmet vil bero på en helhetsvurdering av om klager har et aktuelt og reelt behov for en rettslig avklaring. Det er antatt at det er høy grad av sammenfall mellom rettslig klageinteresse etter forvaltningsloven og søksmålsinteresse etter tvisteloven § 1-3. Prosesslitteratur og -praksis vil dermed være relevant i vurderingen av hvem som har klageinteresse. Tvisteloven § 1-3 (2) lyder: *«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.»*

I henhold til tvisteloven § 1-3 og prosesspraksis skal det i vurderingen av om det foreligger søksmålskompetanse ses hen til kravets aktualitet og klagerens tilknytning til saken. Aktualitetskravet viser til en vurdering av om det foreligger et behov for rettslig avklaring, og innebærer dermed hovedsakelig en avgrensing mot fortidige og fremtidige forhold. Kravet til partens tilknytning til saken viser til en vurdering av om vedkommende har en beskyttelsesverdig interesse i å få medhold i saken.¹⁰ Om tilknytningskravet er oppfylt, må bero på en konkret vurdering. Relevante momenter i vurderingen vil være hvilke direkte rettsvirkninger en avgjørelse får for saksøkeren, og nærheten i den interessen saksøkeren har til søksmålsobjektet, herunder om andre er nærmere til å påklage vedtaket.¹¹

¹⁰ Ot. Prp. nr. 51 (2004-2005) s. 365.

¹¹ Woxholt, kommentarer til forvaltningsloven, 5. utg. s. 501.

I prosesspraksis oppstilles det et skille i forhold til om man står overfor et privatrettslig eller offentligrettslig forhold. I privatrettslige forhold vil saksøkeren ha tilstrekkelig tilknytning når søksmålet gjelder saksøkerens egen rett eller plikt overfor saksøkte, mens mer avledet interesse som et utgangspunkt ikke vil være tilstrekkelig.¹² Også i offentligrettslige forhold er hovedregelen at bare egne rettigheter og forpliktelser overfor det offentlig kan forfølges, men likevel slik at også ellers hvor saksøkeren er klart berørt av et vedtak, vil tilknytningen kunne være tilstrekkelig. Begrunnelsen for dette er at offentligrettslige regler tar sikte på å beskytte et videre spekter av interesser. Søksmål om offentligrettslige forhold må derfor i en viss utstrekning kunne anlegges av andre enn den som fremstår materielt berettiget eller forpliktet i forholdet. Dette gjelder særlig i forhold til søksmål om gyldigheten av begunstigede forvaltningsvedtak. Vedkommende som er tilgodesett ved vedtaket, vil da ikke ha noen grunn til å angripe dette, og av hensyn til domstolskontrollen med forvaltningen er det derfor nødvendig å tillatte søksmål fra personer eller organisasjoner som ikke er materielt berettiget eller forpliktet, men som er berørt i en slik grad at det fremstår som naturlig at de kan håndheve vedkommende forvaltningsbestemmelse ved søksmål for domstolene.¹³

Børsklagenemnden har lagt til grunn tilsvarende betraktninger i forhold til spørsmålet om rettslig klageinteresse for aksjonærer ved vedtak om strykning etter søknad fra utsteder i henhold til børsloven § 25, jf. Børsklagenemndens sak 2/2015. Børsklagenemnden viser her blant annet til at de nærmeste til å angripe vedtaket er minoritetsaksjonærer som er uenig i strykningsvedtaket, og at hensynet til minoritetsaksjonærene er en sentral del av vurderingstemaet etter børsloven § 25.

Spørsmålet om Åge Remøys rettslige klageinteresse stiller seg imidlertid vesentlig annerledes. Det er her tale om et vedtak om overtredelsesgebyr som retter seg mot selskapet, og dermed er også selskapet, nå Solship, nærmest til å angripe vedtaket dersom selskapet skulle mene at vedtaket er uriktig. Det har selskapet valgt å ikke gjøre.

Åge Remøy har riktignok en sentral rolle i saken som vedtakene av 16. november og 19. desember 2016 relaterer seg til, i egenskap av styreleder og hovedaksjonær på tidspunktet da de aktuelle beslutningene ble tatt. Slik sett kan børsen forstå hans ønske om en fornyet prøving i forhold til om de relevante beslutningene var i strid med likebehandlingsregelen. En avgjørelse i Børsklagenemnden vil imidlertid ikke få noen direkte rettsvirkninger for ham. For ham vil konsekvensene av en avgjørelse i Børsklagenemnden kun innebære en avklaring av om tiltakene han var med å treffe, må anses som brudd på likebehandlingsbestemmelsen.

Etter børsens syn er Remøys interesse i å få en fornyet prøving av rettmessigheten av tiltakene han som tidligere styreleder var med å treffe, ikke av en slik art at han må anses å ha rettslig klageinteresse etter fvl. § 28. At et tidligere medlem av et styrende organ som traff beslutninger på vegne av selskapet skal kunne fremme en klage basert på denne typen betraktninger, anses ikke fundert i hensynet bak likebestemmelsen. Det er etter børsens oppfatning heller ikke forenelig med hensynet bak begrensningene i søksmål- og klageadgang, herunder behovet for å begrense klageinstansens eller domstolens arbeidsbelastning. I den forbindelse legges det til at børsens vedtak og begrunnelse for at det forelå brudd på likebehandlingsbestemmelsen, er basert på en helt konkret vurdering av de relevant beslutninger, transaksjonene og omstendighetene rundt disse, og at saken dermed har begrenset direkte overføringsverdi til andre likebehandlings saker.

Videre er det relevant å legge vekt på hensynet til den part som en avgjørelse faktisk skaper direkte rettsvirkninger for, i dette tilfellet utsteder. Å åpne for en praksis som beskrevet vil kunne skape situasjoner der en klage kan fremmes i strid med utsteders ønsker. Børsklagenemnden kan i klagesaken prøve alle sider av saken, jf. børsforskriften § 35 (2). Dette innebærer at

¹² Ot. Prp. nr. 51 (2004-2005) s. 365.

¹³ Skoghøy, Tvisteløsning, 2. utg. s. 435.

børsklagenemnden i prinsippet kan treffe et vedtak som er til ugunst for utsteder. Dette er en omstendighet som tilsier at klageadgangen begrenses til situasjoner der klager er mer direkte berørt av et vedtak, enn det som er tilfellet i en situasjon som her.

På bakgrunn av de ovennevnte vurderinger er børsen av den oppfatning at Åge Remøys klage må avvises.

4 Vedtak

På denne bakgrunn har børsen truffet følgende vedtak:

Åge Remøys klage over børsens vedtak av 19. desember 2016 avvises.

Vedtaket er et enkeltvedtak som kan påklages til Børsklagenemnden, jf. børsforskriften § 35 (1). En eventuell klage må sendes til børsen innen utløpet av 1. februar 2017.

For ordens skyld vises det til børsforskriften § 38 hvor klager kan bli ansvarlig for utgifter i forbindelse med klagesaken dersom klagenemnden ikke gir klageren medhold.

4.1.3 Badger Explorer ASA – Brev vedrørende likebehandling ved rettet emisjon, 02.05.2017

1 Innledning

Det vises til børsmeldinger datert 1. og 2. februar 2017 om annonsering og gjennomføring av rettet emisjon i Badger Explorer ASA («**Selskapet**»).

1.1 Faktiske forhold

Den 1. februar 2017 kl. 16.30 annonserte Selskapet at de ville gjennomføre en rettet emisjon (den «**Rettede Emisjonen**») i størrelsesorden NOK 250-300 millioner. Emisjonen var rettet mot eksisterende og potensielle nye investorer med en minstetegning på kronebeløp tilsvarende EUR 100 000. Prisen i den Rettede Emisjonen var fastsatt til NOK 0,50 per aksje, og tegningsperioden var angitt å vare fra kl. 16.30 samme dag til kl. 08.00 dagen etter. I børsmeldingen ble det opplyst at den Rettede Emisjonen delvis var garantert av flere av Selskapets største aksjonærer, samt enkelte nye investorer.

Fravikelsen av aksjonærenes fortrinnsrett var i børsmeldingen begrunnet med at Selskapet ved å gjennomføre den Rettede Emisjonen kunne innhente kapital på en rask og kostnadseffektiv måte som kunne benyttes til investeringer innenfor Selskapets investeringsstrategi.

Videre ble det opplyst at forutsatt gjennomføring av den Rettede Emisjonen, ville Selskapet gjennomføre en etterfølgende reparasjonsemisjon mot eksisterende aksjonærer som ikke ble allokert aksjer i den Rettede Emisjonen.

Det var betydelig interesse for deltakelse i den Rettede Emisjonen. Av referat fra styremøte i Selskapet avholdt 40 minutter etter annonseringen av emisjonen fremkommer det at totalt tegningsbeløp på dette tidspunktet utgjorde mer enn NOK 600 millioner, altså en dobling av maksimalt annonsert tegningsbeløp.

Den 2. februar 2017 kl. 08.04 annonserte Selskapet at det var innhentet NOK 300 millioner i bruttoproveny i den Rettede Emisjonen, som utgjorde 600 millioner nye aksjer. Videre ble det

opplyst at Selskapet ville gjennomføre en etterfølgende reparasjonsemisjon med opptil 80 millioner nye aksjer til samme tegningskurs, som tilsvarte et maksimalt bruttoproveny på NOK 40 millioner.

Før gjennomføringen av den Rettede Emisjonen hadde Selskapet utstedt ca. 440 millioner aksjer. Den Rettede Emisjonen innebar dermed en økning av Selskapets aksjekapital på ca. 135 %. Reparasjonsemisjonen utgjorde 13,33 % av den Rettede Emisjonen. Eksisterende aksjonærer som ikke tegnet seg i den Rettede Emisjonen og valgte å delta i reparasjonsemisjonen, kunne bli utvannet med opp til ca. 40 % (avhengig av resultat og overtegning).

Sluttkurs for aksjen i Selskapet før annonseringen av den Rettede Emisjonen var NOK 1,92. Volumveiet gjennomsnittskurs («VWAP») siste måned før annonseringen var NOK 1,3666. Tegningskursen på NOK 0,50 per aksje innebar således en rabatt på ca. 74 % mot sluttkurs og ca. 63 % mot VWAP siste måned.

Selskapet hadde også gjennomført en svært omfattende rettet emisjon i desember 2016, i størrelsesorden NOK 45 millioner ved utstedelse av 360 millioner nye aksjer med påfølgende reparasjonsemisjon på NOK 10 millioner. Denne emisjonen ble gjennomført på samme måte som den Rettede Emisjonen, med en annonsering av emisjonen med en fastpris uten bookbuilding-prosess. Tegningskursen per aksje var da på NOK 0,125, som også representerte en betydelig rabatt sammenlignet med børskurs i forkant av emisjonen.

Fravikelsen av fortrinnsretten i emisjonen i desember ble i børsmeldingen begrunnet med at gjennomføring av den rettede emisjonen var i Selskapets og aksjonærenes beste interesse etter en gjennomgang av Selskapets finansielle stilling, behovet for nye investorer, foretrukket timing av kapitalinnhenting og den foreslåtte tegningskursen, børskurs på aksjene og Selskapets bokførte verdier.

1.2 Rettslig grunnlag

Bestemmelsen om likebehandling følger av Løpende forpliktelser pkt. 2.1:

- (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 utstederens og innehavernes felles interesse.
- (2) I forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, må utsteders 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 utsteder. Det samme gjelder ved omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike innen konsern som utsteder inngår i.

Bestemmelsens første og andre ledd må ses i sammenheng, og vurderingstema blir i praksis; (1) om 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 innehavers bekostning, og i så tilfelle (2) om dette har et saklig og forsvarlig grunnlag i utsteders og innehavernes felles interesser. Saklighetskriteriet innebærer at formålet med tiltaket må være relevant og egnet til å fremme utsteders og innehavernes felles interesse. Videre må tiltaket være forholdsmessig – den vinning som kan oppnås for fellesskapet og utstederen må sees opp mot ulempen som påføres den enkelte. I denne sammenheng vil det blant annet være relevant hvilke handlingsalternativer utsteder står overfor.

Reparasjonsemisjoner kan ha betydning for saklighetsvurderingen, herunder kravet til forholdsmessighet, ved at den kan bidra til å redusere den ulempen som tiltaket påfører den enkelte aksjonær.

Likebehandlingsregelen og dens vurderingstema generelt, og i forhold til rettede emisjoner spesielt, er nærmere beskrevet i børssirkulære 2/2014.

1.3 Børsens undersøkelser

Oslo Børs' avdeling for Markedsovervåking og administrasjon gjennomgår rutinemessig rettede emisjoner i noterte selskaper for å vurdere om det kan foreligge brudd på likebehandlingsregelen i Løpende forpliktelser pkt. 2.1. I vurderingene vektlegges blant annet emisjonens størrelse, emisjonskurs i forhold til markedskurs og fremgangsmåte for fastsettelse av emisjonskurs, eventuell reparasjonsemisjon og i hvilken grad det foreligger forskjellsbehandling av eksisterende aksjonærer.

Etter en gjennomgang av sakens faktiske forhold, valgte Oslo Børs å innhente en redegjørelse fra Selskapet og dets finansielle rådgiver ABG Sundal Collier om blant annet bakgrunnen for emisjonene, fastsettelse av emisjonskurs og vurderingen av likebehandlingsspørsmålet. Det er også fremlagt protokoller fra styremøtene i forbindelse med den Rettede Emisjonen.

1.4 Selskapets redegjørelse

Selskapet har i sin tilbakemelding til børsen anført at den Rettede Emisjonen ble gjennomført som følge av et gunstig markedssentiment, kombinert med sterk interesse fra noen av de største aksjonærene samt nye investorer. Formålet med den Rettede Emisjonen var å tilføre Selskapet ytterligere kapital til «Development Phase» av Badgers verktøy og finansiere andre investeringsmuligheter innen oljeservice.

Selskapet har videre anført at det var styrets oppfatning, basert på samtaler med Selskapets finansielle rådgiver for emisjonen, at det ikke ville være mulig å gjennomføre en tilsvarende transaksjon som en fortrinnsrettet emisjon. I tillegg mener Selskapet at det har vært fordelaktig å etablere en aksjonærbase med flere institusjonelle investorer.

Når det gjelder fastsettelse av emisjonskursen på NOK 0,50 per aksje, er det opplyst fra Selskapet at denne ble fastsatt på bakgrunn av diskusjoner med større eksisterende aksjonærer som til sammen eide 60 % av Selskapets aksjer i forkant av emisjonen. Disse utgjorde ifølge en oversikt fremlagt av Selskapet 18 aksjonærer, som utgjør en meget begrenset antall av totalt antall aksjonærer i Selskapet. I tillegg kontaktet Selskapet 60 potensielle nye investorer, hvorav 25 av disse ble allokert aksjer i den Rettede Emisjonen. Selskapet har navngitt fire eksisterende aksjonærer som takket nei til å delta i den Rettede Emisjonen, samt opplyst at det var noen andre mindre aksjonærer som også takket nei.

Selskapet har opplyst at de i tildelingsprosessen la vekt på å prioritere norske og nordiske institusjonelle investorer samt eksisterende aksjonærer. Videre ble det lagt vekt på kvalitative faktorer som antatt investorkvalitet, tidshorison for investering, størrelse på tegning samt sektorkunnskap. Det fremkommer også av allokeringslisten at de som deltok i garantikonsortiet var garantert en minimumsallokering på 20 %, og at noen av garantistene fikk høyere tildeling basert på ønske eller kvalitative faktorer som Selskapet vektla. Selskapet har ikke betalt garantikommisjon.

Selskapet har opplyst at det gjennom prosessen har vært opptatt av å ivareta likebehandlingsprinsippet på en best mulig måte og at gjennomføring av reparasjonsemisjonen er for å oppnå mest mulig likebehandling av aksjonærene. Det er opplyst at Selskapet var i kontakt med aksjonærer som eide mer enn 90 % av totalt antall aksjer i Selskapet før gjennomføring av emisjonen.

Styrereferatene inneholder ingen protolleringer av likebehandlingsspørsmålet. Styret referer at den rettede emisjonen er rettslig akseptabel og nylig ble gjennomført på samme måte av Selskapet og har blitt godkjent av Oslo Børs og andre relevante offentlige institusjoner.

2 Børsens vurdering

2.1 Innledning

Spørsmålet er om Selskapet i forbindelse med den Rettede Emisjonen har truffet et tiltak som er egnet til å gi enkelte eksisterende aksjonærer og nye investorer en urimelig fordel på bekostning av andre aksjonærer.

Begrepet «urimelig fordel» viser til en saklighetsvurdering hvor det må tas stilling til om tiltaket bygger på et saklig og forsvarlig grunnlag ut fra hva som er i Selskapets og aksjonærenes felles interesse. Videre må det tas stilling til om tiltaket er forholdsmessig, hvor det må vurderes om de fordeler vedtaket er egnet til å medføre for utstederne og aksjonærene samlet sett, er forholdsmessig målt opp mot de ulemper som påføres den enkelte aksjonær som følge av tiltaket. I denne sammenhengen vil det blant annet være relevant hvilke handlingsalternativer utsteder står overfor.

Det er omstendighetene som forelå på tidspunktet da tiltaket ble truffet som er relevant for vurderingen av om tiltaket bygger på et saklig og forsvarlig grunnlag.

Det er på det rene at likebehandlingsregelen retter seg både mot tiltak som er egnet til å gi en urimelig fordel til utvalgte eksisterende aksjonærer og tiltak som er egnet til å gi en urimelig fordel til tredjepersoner, på eksisterende aksjonærers bekostning.

Som følge av den Rettede Emisjonen kunne den totale andelen aksjer eid av eksisterende aksjonærer som deltok i reparasjonsemisjonen bli utvannet med ca. 40 %. Den Rettede Emisjonen innebar således en fordel for nye investorer og enkelte eksisterende aksjonærer, på bekostning av øvrige eksisterende aksjonærer som fikk sine aksjonærrettigheter utvannet.

Videre innebar tegningskursen på NOK 0,50 per aksje en rabatt på ca. 74 % mot sluttkurs og ca. 63 % mot VWAP siste måned. Det kan stilles spørsmål ved om den Rettede Emisjonen innebar en potensiell økonomisk forskjellsbehandling sett i lys av fremgangsmåten for fastsettelse av tegningskursen, jf. nærmere om dette i pkt. 2.3 nedenfor.

Spørsmålet er om den Rettede Emisjonen, som basert på det overnevnte var egnet til å gi en urimelig fordel til tegnerne i den Rettede Emisjonen på bekostning av eksisterende aksjonærer som ikke deltok i denne, var saklig begrunnet i Selskapets og aksjonærenes felles interesse.

2.2 Emisjonens formål

Som nevnt i sirkulære 2/2014, vil Selskapets finansielle situasjon og formålet med emisjonen ha betydning for vurderingen av om tiltaket er saklig og forholdsmessig i henhold til likebehandlingsregelen. På generelt grunnlag vil f.eks. en utsteder i en kritisk finansiell situasjon ha et større handlingsrom i forhold til hvilke tiltak som iverksettes for å løse situasjonen. Videre vil også et konkret finansieringsbehov etter omstendighetene kunne forsvare en forskjellsbehandling.

I dette tilfellet var Selskapet derimot ikke i en kritisk finansiell situasjon eller hadde et akutt finansieringsbehov. Situasjonen skilte seg derfor vesentlig fra forholdene som forelå på tidspunktet hvor Selskapet gjennomførte en rettet emisjon to måneder tidligere, hvor Selskapet hadde en anstrengt finansiell situasjon og var i brudd med covenants i Selskapets arbeidskapitalfasilitet. I

sistnevnte situasjon legger børsen til grunn at Selskapet hadde et konkret og relativt akutt likviditetsbehov som ga et visst handlingsrom i forhold til likebehandlingsregelen.

Den Rettede Emisjonen ble derimot i hovedsak gjennomført for å utnytte et gunstig markedssentiment. Dette medfører etter børsens oppfatning at Selskapet har mindre handlingsrom for tiltak som er egnet til å utfordre likebehandlingsregelen.

Selskapet har opplyst at det var fordelaktig for Selskapet å etablere en bredere aksjonærbase med flere institusjonelle investorer. Børsen legger til grunn at Selskapet som utgangspunkt har et visst styringsrom med hensyn til vurderingen av om forretningsmessige disposisjoner mot tredjepersoner er i Selskapets og aksjonærenes felles interesse, herunder knytte seg til investorer med finansiell løfteevne. I foreliggende sak kan det imidlertid fremstå som om dette formålet var mer underliggende, ettersom Selskapet gikk ut særdeles bredt – i sonderingsprosessen ble et høyt antall eksisterende aksjonærer og nye potensielle investorer kontaktet, og plasseringen med fastpris på NOK 0,50 per aksje ble annonsert slik at enhver som kunne tegne seg for minimumsbeløpet på EUR 100 000 kunne melde sin interesse. Tatt i betraktning denne fremgangsmåten synes det primære formålet med den Rettede Emisjonen å ha vært innhenting av kapital, snarere enn å knytte til seg en viss type investorer. Selskapet hadde knappe to måneder i forveien allerede gjennomført en svært omfattende rettet emisjon som i stor utstrekning var rettet mot tredjepersoner, nettopp under henvisning til behovet for nye investorer.

2.3 Fastsettelse av tegningskurs

Ett av kriteriene i saklighetsvilkåret er at beslutningen om den Rettede Emisjonen er truffet ut fra hensynet til gevinstmaksimering for aksjonærfellesskapet. Dette tilsier at kursen ved en rettet emisjon settes til det maksimale beløp som er mulig å oppnå sett i lys av omstendigheten ved emisjonen og formålet med denne.

I tilfeller hvor tegningskursen i en rettet emisjon er satt lavere enn aksjenes verdi kan denne innebære en overføring av økonomiske verdier til tegnerne på bekostning av aksjonærer som ikke får anledning til å tegne seg. Som nevnt innebar tegningskursen på NOK 0,50 per aksje i den Rettede Emisjonen en rabatt på ca. 74 % mot sluttkurs og ca. 63 % mot VWAP siste måned.

Som angitt i børs sirkulære 2/2014, vil større avvik mellom børskurs i forkant av emisjonen og tegningskursen lettere aksepteres som saklig, dersom kursen fastsettes gjennom en forsvarlig og bred bookbuilding som reflekterer det markedsaktørene er villige til å tegne seg for i emisjonen. Fastsettelsen av prisen gjennom en slik prosess vil redusere risikoen for at den rettede emisjonen innebærer en økonomisk utvanning av aksjonærer som ikke får delta i den rettede emisjonen.

Selskapet har opplyst at tegningskursen i den Rettede Emisjonen ble fastsatt på bakgrunn av diskusjoner med større eksisterende aksjonærer som til sammen eide 60 % av Selskapets aksjer i forkant av emisjonen. Selskapet har videre anført at fastprisen representerte markedskurs på tidspunktet for gjennomføring av den Rettede Emisjonen ettersom det ble gjennomført en bred sonderingsprosess i forkant av emisjonen mot Selskapets største aksjonærer og potensielle nye investorer, og at det ikke ville være mulig å gjøre emisjonen på et høyere nivå.

Oslo Børs synes det er vanskelig å følge Selskapets begrunnelse for å ikke gjennomføre en bookbuilding. Gjennomføring av en bred og forsvarlig bookbuilding for å fastsette tegningskursen i en rettet emisjon vil etter børsens mening i normaltilfellene være i utsteders interesse, for å hente inn kapital på en høyest mulig kurs. En bookbuildingprosess vil også bidra til å underbygge at tegningskursen utgjør markedskurs for aksjen der det foreligger et avvik mellom tegningskursen og børskurs. Børsen kan ikke se at foreliggende sak inneholder elementer som tilsier at Selskapet ikke

skulle gjennomføre en bookbuilding, tvert imot tilsier størrelsen på den Rettete Emisjonen og avviket mellom tegningskurs og børskurs at dette burde vært gjennomført.

Det at et begrenset antall eksisterende aksjonærer var med på å fastsette tegningskursen er etter børsens mening ikke et godt argument for at prisen utgjorde markedspris. Det vises i den forbindelse også til at den Rettete Emisjonen ble betydelig overtegnet allerede ca. 40 minutter etter annonsering av emisjonen og start av tegningsperioden. Av referat fra styremøte i Selskapet avholdt kl. 17.11 den 1. februar 2017 fremkommer det at totalt tegningsbeløp på dette tidspunktet utgjorde mer enn NOK 600 millioner, altså en dobling av maksimalt tegningsbeløp. Dette kan etter børsens oppfatning tilsi at det kunne vært mulig å plassere emisjonen på en høyere kurs.

Fastsettelsen av tegningskursen er også lite kommentert i styreprotokollene. Det nevnes kort i styrereferatet fra styremøtet den 1. februar 2017 at etterspørselen etter aksjer i en rettet emisjon på tegningskurs 0,50 per aksje er sterk. At det er sterk interesse for tegning av aksjer på en lav kurs vil normalt være tilfelle, og at en utsteder kan innhente et høyt kapitalbeløp på lav tegningskurs utgjør etter børsens mening ikke saklig grunn til å fravike likebehandlingsregelen.

2.4 Tegningsgaranti

Børsen stiller også spørsmål ved garantikonsortiet hvor enkelte eksisterende aksjonærer og nye investorer har garantert tegning på NOK 50 millioner. I referat fra styremøte avholdt 29. januar 2017 kl. 20.51 fremkommer det at emisjonen er garantert på dette beløpet, men kan økes til NOK 300 millioner hvis det er et positivt momentum for dette i markedet. I børsmeldingen som publiseres den 1. februar 2017 kl. 16.30 er emisjonsstørrelsen satt til NOK 250-300 millioner.

Oslo Børs finner det lite sannsynlig at Selskapet ville annonsert en rettet emisjon i størrelsesorden NOK 250-300 millioner dersom det ikke var overveiende sannsynlig at emisjonen ville bli plassert i dette intervallet. Dette underbygges av at emisjonen ble betydelig overtegnet allerede ca. 40 minutter etter offentliggjøring av start av tegningsperioden. I lys av dette er det noe uklart i hvilken grad garantien tjente Selskapets interesse, tatt i betraktning at den snarere fremstod som en garanti for minstetegning for investorene i garantikonsortiet, fremfor en garanti for Selskapet for gjennomføring av den Rettete Emisjonen. Børsen noterer dog at Selskapet ikke har betalt garantiprovisjon.

2.5 Vurdering av likebehandlingsregelen og aktuelle handlingsalternativer

Styrereferatene som er fremlagt av Selskapet inneholder ingen protolleringer av likebehandlingsspørsmålet. Styret referer at den Rettete Emisjonen er rettslig akseptabel og nylig ble gjennomført på samme måte av Selskapet og har blitt godkjent av Oslo Børs og andre relevante offentlige institusjoner.

Oslo Børs vil innledningsvis nevne at likebehandlingsspørsmålet må vurderes konkret ut fra de omstendighetene som foreligger i den enkelte sak. Det blir derfor ikke riktig av Selskapet å legge til grunn at fremgangsmåten ved gjennomføringen av en tidligere rettet emisjon under andre omstendigheter, uten nærmere vurdering kan legges til grunn som akseptabel i en senere emisjon under andre omstendigheter. Tvert imot kan det at Selskapet nylig hadde gjennomført en rettet emisjon som også medførte en betydelig utvanning av eksisterende aksjonærer og hvor det også forelå et betydelig avvik mellom børskurs og tegningskurs, tilsi et skjerpet krav til saklighet for å gjennomføre en ny rettet emisjon kort tid etter som påførte minoritetsaksjonærene en ytterligere betydelig utvanning.

Selskapet har kort anført at det ikke ville vært mulig for Selskapet å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon på tilsvarende nivåer som den Rettete Emisjonen. Dette argumentet kan ut fra

omstendighetene ha relevans der Selskapet har et konkret finansieringsbehov, og særlig der Selskapet har en finansielt utfordrende situasjon. Børsen kan derimot ikke se at dette er et relevant argument i en situasjon hvor Selskapet primært ønsker å utnytte et godt markedssentiment og samtidig nylig har gjennomført en stor kapitalinnhenting. I foreliggende situasjon burde Selskapet vurdert alternativene nærmere – f.eks. å gjennomføre en mindre emisjon, andre finansieringsformer, eventuelt en kombinasjon. Videre er det ikke nærmere begrunnet eller redegjort for hvorfor Selskapet anser at det ikke hadde vært mulig å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon.

Oslo Børs mener at Selskapets manglende bevissthet rundt likebehandlingsspørsmålet er kritikkverdig. Børsen har hatt et særlig fokus på problemstillinger knyttet til likebehandling de siste årene, både ved informasjon gjennom børssirkulære og sanksjonering av enkeltsaker. Det er sentralt for børsen at utstedere med noterte verdipapirer har et bevisst forhold til likebehandlingsregelen, og foretar grundige og forsvarlige vurderinger av denne.

Selskapet har i sitt svarbrev til børsen anført at de gjennom prosessen har vært opptatt av å ivareta likebehandlingsprinsippet ved å blant annet kontakte aksjonærer som representerte mer enn 90 % av totalt utestående aksjer i Selskapet før den Rettede Emisjonen ble gjennomført.

På generelt grunnlag anser børsen det positivt at det gjøres tiltak for å skape en bred bevissthet rundt gjennomføring av en rettet emisjon, ettersom annonsering og plassering ofte skjer over en kort tidsperiode. Fra et likebehandlingsståsted har dette argumentet derimot begrenset relevans, ettersom det ikke endrer situasjonen for de aksjonærer som ikke blir kontaktet og/eller ikke har mulighet til å tegne seg for minstetegningen på EUR 100 000.

Børsen tar til etterretning at Selskapet gjennomførte en reparasjonsemisjon hvor eksisterende aksjeeiere som ikke ble allokert aksjer i den Rettede Emisjonen fikk anledning til å tegne seg for aksjer til samme pris som i den Rettede Emisjonen, samt at denne åpnet for overtegning. Børsen registrerer at de som deltok i reparasjonsemisjonen (ikke hensyntatt eventuell overtegning), hadde en potensiell utvanning av eierandel på ca. 40 %, som er omtrent tilsvarende andel utvanning som de eksisterende aksjonærene som deltok i den Rettede Emisjonen fikk. Dette gjelder imidlertid kun dersom man ser de eksisterende aksjonærene som deltok i den Rettede Emisjonen samlet, da det er forskjeller på andel allokering mellom de enkelte. Dette understreker igjen en viktig forskjell mellom deltakelsen i den Rettede Emisjonen sammenliknet med reparasjonsemisjonen – nemlig at de eksisterende aksjonærene i den Rettede Emisjonen tilsynelatende kunne sette premissene for egen tegning i større grad enn de som kunne delta i reparasjonsemisjonen.

3 Avsluttende bemerkninger

Børsen mener at formålet med den Rettede Emisjonen - som i all hovedsak var utnyttelse av et gunstig markedssentiment, tilsa et særlig skjerpet aktsomhetskrav fra Selskapets side ved vurderingen av likebehandlingsregelen. Dette kravet ble ytterligere skjerpet ettersom Selskapet nylig hadde gjennomført en stor emisjon hvor minoritetsaksjonærene hadde blitt betydelig utvannet på en tegningskurs som også innebar en betydelig rabatt sammenliknet med børskurs.

Oslo Børs mener derfor at Selskapets fremgangsmåte for innhentelse av kapital gjennom den Rettede Emisjonen er kritikkverdig. Selskapet var etter børsens mening ikke i en situasjon som kunne forsvare en emisjon av en slik størrelse og fastsettelse av en tegningskurs i emisjonen med et så stort avvik mot børskurs uten at dette hadde grunnlag i en forsvarlig bookbuilding-prosess eller andre forsvarlige prisfastsettelsesmetoder. Videre finner børsen styrets manglende vurderinger av handlingsalternativer kritikkverdig.

Etter en grundig totalvurdering av omstendighetene rundt den Rettede Emisjonen sett i lys av forbudet mot urimelig forskjellsbehandling, har Oslo Børs likevel konkludert med å ikke sanksjonere

Selskapet med overtredelsesgebyr. Børsen har i den anledning lagt særlig vekt på at eksisterende aksjonærer som ikke hadde mulighet til å delta i den Rettete Emisjonen, gjennom reparasjonsemisjonen hadde mulighet til å opprettholde tilsvarende eierandel som eksisterende aksjonærer totalt sett opprettholdt gjennom deltakelse i den Rettete Emisjonen. Selv om børsen, gitt fremgangsmåten for og utformingen av den Rettete Emisjonen, er kritisk til Selskapets begrunnelse om behov for nye institusjonelle investorer, har Oslo Børs under tvil valgt å ikke overprøve Selskapets forretningsmessige vurderinger av dette behovet.

Dette brevet avslutter Oslo Børs' behandling av saken. Børsen understreker derimot at gjentatte emisjoner i en utsteder som anses problematiske i forhold til likebehandlingsregelen, kan medføre en sterkere reaksjon i eventuelle fremtidige saker.

Det gjøres oppmerksom på at Oslo Børs kan benytte dette brevet som veiledning til andre markedsaktører ved å innta brevet i børsens publikasjon «Vedtak og uttalelser».

4.1.4 Havila Shipping ASA – Likebehandling i forbindelse med finansiell restrukturering, 19.05.2017

1 Innledning

Det vises til finansiell restrukturering av Havila Shipping ASA («**Selskapet**») som ble offentliggjort 9. november 2016 («**Restruktureringen**»).

1.1 Faktiske forhold

Selskapet begynte arbeidet med å sikre en finansiell restrukturering høsten 2015. Bakgrunnen var at nedgangen i oljeprisen siden midten av 2014 hadde påvirket etterspørselen og ratene for Selskapets skip negativt, hvilket svekket Selskapets evne til å betjene bank- og obligasjonsgjeld.

I januar 2016 presenterte Selskapet et første forslag til restrukturering som var forankret med Selskapets bankforbindelser og Havila Holding AS («**Havila Holding**»), Selskapets største aksjonær. Forslaget innebar blant annet redusert avdragsbetaling i tre år, utsettelse av forfall, endringer av samtlige finansielle covenants, og tilførsel av minimum NOK 200 millioner i ny egenkapital, hvor Havila Holding ville tegne seg for NOK 102 millioner for å opprettholde sin eierandel på ca. 51 %. Forslaget møtte motbør fra Selskapets obligasjonseiere og Selskapet presenterte et revidert forslag før det ble trukket i februar 2016. Selskapet stanset samtidig betaling av renter og avdrag på sine lån etter avtale med kreditorene i påvente av en løsning.

Selskapet arbeidet deretter videre sammen med Selskapets bankforbindelser og obligasjonseiere frem til forslaget om Restruktureringen ble offentliggjort 9. november 2016. Forslaget innebar blant annet:

- 1) Tilførsel av NOK 118,2 millioner i ny egenkapital ved rettet emisjon og konvertibelt lån, samt NOK 42 millioner i et ytterligere konvertibelt lån fra Havila Holding, med antatt tegningskurs for ny egenkapital på NOK 0,125 per aksje.
- 2) Reparasjonsemisjon rettet mot Selskapets øvrige aksjonærer på NOK 30 millioner med tegningskurs NOK 0,125 per aksje.
- 3) Rettet emisjon mot Selskapets sikrede kreditorer for konvertering av ubetalte renter i størrelsesorden NOK 135 millioner til nye aksjer med konverteringskurs NOK 0,24 per aksje.
- 4) Tilbud til Selskapets usikrede kreditorer med gjeld på totalt NOK 950 millioner om (a) innfrielse av 15 % av utestående hovedstol og (b) 500 millioner tegningsretter som kan utøves i bytte mot aksjer i en periode på fem år med tegningskurs NOK 0,156 per aksje.

- 5) Utstedelse av frittstående tegningsretter for fremtidig konvertering av bankgjeld på nærmere angitte vilkår.
- 6) Kansellering av faste avdrag under den sikrede gjelden foruten visse avdrag knyttet til finansieringen av enkelte skip.
- 7) Suspensjon av finansielle covenants med unntak av betingelse om minimum likviditet på NOK 50 millioner.
- 8) Forfall på all sikret gjeld den 7. november 2020.

Restruktureringen var forankret hos Selskapets sikrede bankforbindelser og Havila Holding og var betinget av samtykke fra obligasjonseierne i Selskapets obligasjonslån HAVI 04, HAVI 06/07 og HAVI 08.

Den 23. november 2016 ble Restruktureringen nedstemt i obligasjonseiermøte for HAVI08. Dagen etter offentliggjorde Selskapet at de hadde mottatt et brev fra de sikrede bankene som hadde til hensikt å akselerere sine krav under de respektive låneavtalene, og at formell notis om dette kunne påregnes innen kort tid. Videre hadde styret konkludert med at forslag til Restrukturering som beskrevet i børsmeldingen den 9. november 2016 var det eneste mulige alternativ til konkurs og satte frist til 28. november 2016 for tilslutning til forslaget fra alle interessenter.

Den 28. november 2016 offentliggjorde Selskapet at de hadde mottatt tilstrekkelig støtte til Restruktureringen fra Selskapets obligasjonseiere, som ble formalisert gjennom obligasjonseiermøter avholdt 13. desember 2016. Den 4. januar 2017 ble restruktureringen godkjent av Selskapets generalforsamling.

Havila Holding er Selskapets største aksjonær med ca. 51 % av Selskapets aksjer, både før og etter Restruktureringen. Havila Holding kontrolleres av Per Sævik, som var Selskapets styreleder gjennom den finansielle restruktureringen¹⁴, og hans nærstående, herunder Njål Sævik (daglig leder i Selskapet) og Hege Sævik Rabben (styremedlem i Selskapet).

I tillegg til tilførselen av ny egenkapital på NOK 77 millioner gjennom en rettet emisjon, ble Havila Holding gitt omfattende utvanningsbeskyttelse i Restruktureringen gjennom det konvertible lånet på NOK 42 millioner («**Konvertibelt Lån I**»), samt et ytterligere konvertibelt lån på NOK 46,2 millioner («**Konvertibelt Lån II**»). Konvertibelt Lån I gir Havila Holding rett til nye aksjer til konverteringskurs NOK 0,01 per aksje ved gjeldskonvertering av sikret bankgjeld i henhold til nærmere oppstilte vilkår. Konvertibelt Lån II kan konverteres av Havila Holding ved (i) sikrede bankers konvertering av gjeld på nærmere angitte vilkår til konverteringskurs NOK 0,125 per aksje, (ii) gjennomføring av reparasjonsemisjon til konverteringskurs NOK 0,125 per aksje og (iii) ved fremtidige emisjoner i Selskapet (utover de som følger av Restruktureringen) hvor konverteringskursen skal tilsvare tegningskursen i den relevante emisjonen.

Etter gjennomføring av den rettede emisjonen og konverteringen av gjeld av Selskapets sikrede kreditorer, satt minoritetsaksjonærene igjen med 2,5 % av Selskapets aksjekapital. I tillegg kan de bli utvannet ytterligere ved utøvelse av de frittstående tegningsrettene som nevnt ovenfor.

Siste omsatte børskurs dagen før annonseringen av Restruktureringen var NOK 1,59. Volumveiet gjennomsnittskurs («**VWAP**») siste tre måneder før annonseringen var NOK 1,6699. Tegningskursen på NOK 0,125 per aksje innebar således en rabatt på ca. 69 % mot sist omsatte børskurs og ca. 93 % mot VWAP siste tre måneder. Det skal bemerkes at det i denne perioden var varierende grad av likviditet i aksjen.

1.2 Rettslig grunnlag

¹⁴ Per Sævik trådte ut av styret i forbindelse med Selskapets ordinære generalforsamling i mai 2017.

Bestemmelsen om likebehandling følger av Løpende forpliktelser pkt. 2.1:

- (3) 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 utstederens og innehavernes felles interesse.
- (4) I forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, må utsteders 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 utsteder. Det samme gjelder ved omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike innen konsern som utsteder inngår i.

Bestemmelsens første og andre ledd må ses i sammenheng, og vurderingstema blir i praksis; (1) om 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 innehavers bekostning, og i så tilfelle (2) om dette har et saklig og forsvarlig grunnlag i utsteders og innehavernes felles interesser. Saklighetskriteriet innebærer at formålet med tiltaket må være relevant og egnet til å fremme utsteders og innehavernes felles interesse. Videre må tiltaket være forholdsmessig – den vinning som kan oppnås for fellesskapet og utstederen må sees opp mot ulempen som påføres den enkelte.

Reparasjonsemisjoner kan ha betydning for saklighetsvurderingen, herunder kravet til forholdsmessighet, ved at den kan bidra til å redusere den ulempen som tiltaket påfører den enkelte aksjonær.

Likebehandlingsregelen og dens vurderingstema generelt, og i forhold til rettede emisjoner spesielt, er nærmere beskrevet i børssirkulære 2/2014.

1.3 Børsens undersøkelser

Oslo Børs' avdeling for Markedsovervåking og administrasjon gjennomgår rutinemessig rettede emisjoner i noterte selskaper for å vurdere om det kan foreligge brudd på likebehandlingsregelen i Løpende forpliktelser pkt. 2.1. I vurderingene vektlegges blant annet emisjonens størrelse, emisjonskurs i forhold til markedskurs og fremgangsmåte for fastsettelse av emisjonskurs, eventuell reparasjonsemisjon og i hvilken grad det foreligger forskjellsbehandling av eksisterende aksjonærer.

Etter gjennomført generalforsamling hvor sentrale deler av Restruktureringen ble godkjent, valgte Oslo Børs å innhente en redegjørelse for Selskapets vurderinger av plikten til likebehandling av aksjonærene, herunder hvilke handlingsalternativer Selskapet hadde vurdert i den forbindelse. Videre fremla Selskapet alle styreprotokoller for perioden fra oktober 2015 frem til januar 2017.

1.4 Selskapets redegjørelse

Selskapet mener at de har ivaretatt de krav som følger av Løpende forpliktelser punkt 2.1 og har fremlagt protokoller fra styremøter i Selskapet som de mener illustrerer dette.

Selskapet har anført at de gjennom denne perioden har foretatt løpende vurderinger av tilgjengelige handlingsalternativer i lys av de plikter som påhviler et styre, herunder også kravet om likebehandling av aksjonærene. Videre anfører Selskapet at de har hatt et bevisst forhold til en balansering av alle selskapsinteressene, herunder kreditorer, ansatte og eiere, som dels er samvirkende og dels motstridende.

2 Børsens vurdering

2.1 Innledning

Spørsmålet er om Restruktureringen innebærer en forskjellsbehandling som er saklig begrunnet ut fra Selskapets og aksjonærenes felles interesse. Ved vurderingen av dette er det blant annet relevant å se hen til hvilke hensyn som talte for gjennomføringen av Restruktureringen og den nærmere utformingen av de ulike løsningene denne innebar, arten og graden av forskjellsbehandling, hvilke handlingsalternativer Selskapet sto overfor og Selskapets saksbehandling.

Gjennom Restruktureringen fikk Havila Holding som eneste aksjeeier delta i en rettet emisjon og opprettholde sin eierandel, samt en omfattende utvanningsbeskyttelse gjennom de konvertible lånene, på bekostning av øvrige aksjeeiere som fikk sine aksjonærrettigheter betydelig utvannet selv om de fikk anledning til å delta i en reparasjonsemisjon.

Videre innebar tegningskursen på NOK 0,125 per aksje en rabatt på ca. 69 % mot sist omsatte børskurs og ca. 93 % mot VWAP siste måned, som kan innebære en potensiell økonomisk forskjellsbehandling av øvrige aksjonærer.

2.2 Saklighet

Vurderingen av om forskjellsbehandlingen er saklig skal vurderes ut fra omstendighetene som forelå på det tidspunktet tiltaket ble truffet.

En kritisk finansiell situasjon kan tilsi et større handlingsrom for styret i arbeidet med å få på plass en refinansiering i form av egenkapital og redusert gjeld, og i slike tilfeller må utsteder også legge særlig vekt på hensynet til kreditorene som en relevant selskapsinteresse.

På generelt grunnlag kan en kritisk finansiell situasjon også innebære at en utsteder er avhengig av å fastsette tegningskurs gjennom forhandlinger, hvor et større avvik mellom børskurs og tegningskurs etter omstendighetene kan saklig begrunnes i at utstederen mangler handlingsalternativer. Det er likevel sentralt at en utsteder i en slik situasjon er bevisst på utfordringene en økonomisk forskjellsbehandling kan ha i forhold til likebehandlingsregelen.

Etter gjennomgang av saken finner Oslo Børs ikke grunn til å betvile at Selskapet var i en anstrengt finansiell situasjon hvor konkurs til slutt var et reelt alternativ som tilsier at den finansielle restruktureringen av gjeld og egenkapital i Selskapet, var et egnet og relevant tiltak for å løse Selskapets finansielle situasjon på tidspunktet hvor Restruktureringen ble besluttet.

2.3 Forholdsmessighet

I henhold til likebehandlingsregelen er det ikke tilstrekkelig at tiltaket er motivert ut fra et relevant formål for at forskjellsbehandlingen skal anses saklig. Det må også foreligge en viss proporsjonalitet mellom fordelene disposisjonen vil innebære for Selskapet og aksjonærfelleskapet på den ene siden, og den ulempen som påføres den enkelte aksjonær på den annen side. Ved forholdsmessighetsvurderingen vil alternative tiltak stå sentralt.

Børsen har i foreliggende sak lagt til grunn at Selskapet var i en kritisk finansiell situasjon hvor konkurs var et reelt alternativ på tidspunktet den endelige beslutningen om Restruktureringen ble truffet, og dette tilsier på generelt grunnlag at forskjellsbehandling av aksjonærer i større grad kan aksepteres.

Det bemerkes derimot fra børsens side at utstedere også i slike situasjoner må sikre en grundig og forsvarlig behandling av likebehandlingsspørsmålet underveis i prosessen, og at det i slike tilfeller går

en yttergrense for hva styret kan akseptere av løsninger på vegne av aksjonærfellesskapet i forhold til kravet om likebehandling.

2.4 Løpende vurderinger av likebehandling

Etter en gjennomgang av Selskapets redegjørelse for hvilke vurderinger som ble gjort rundt likebehandlingsspørsmålet, hvor styrets saksbehandling har stått sentralt, har Oslo Børs noen bemerkninger til hvordan Selskapet har behandlet dette underveis i prosessen med å sikre en løsning.

Selskapet hadde hyppige styremøter i perioden hvor det ble arbeidet med å sikre en finansiell restrukturering, med grundige vurderinger av Selskapets finansielle situasjon. Børsen registrerer videre at styret hadde et visst fokus på likebehandling da Selskapet arbeidet med ulike løsninger før det første forslaget til restrukturering ble presentert i januar 2016. Her vurderte Selskapet ulike alternativer for emisjon hvor også øvrige aksjonærer enn Havila Holding skulle gis anledning til å delta i en kapitalforhøyelse, enten ved garantert fortrinnsrettsemisjon eller ved rettet emisjon med etterfølgende reparasjonsemisjon.

Fra perioden hvor det opprinnelige restrukturingsforslaget faller i februar 2016 frem til de siste styremøtene i november før Restruktureringen annonseres, bemerker børsen at det tilnærmet ikke er noen konkrete betraktninger rundt likebehandling av Selskapets aksjonærer, helt til det gjøres en omfattende vurdering i disse styremøtene. Børsen ønsker i den anledning å understreke viktigheten av at Selskapet gjør løpende og konkrete vurderinger og tiltak for å sikre en størst mulig grad av likebehandling, og at det ikke er tilstrekkelig å avvente disse vurderingene til Selskapet står i en så kritisk situasjon at det i praksis ikke foreligger andre alternative løsninger enn en løsning som innebærer en slik grad av forskjellsbehandling av Selskapets aksjonærer.

2.5 Habilitetsvurderinger

Ved vurderingen av om styret har gjort en forsvarlig vurdering av likebehandlingsspørsmålet, herunder om andre alternative tiltak som sikrer større grad av likebehandling av aksjonærene er tilstrekkelig vurdert, er også styrets bevissthet rundt habilitet et sentralt moment. Etersom Havila Holding på tidspunktet for Restruktureringen var representert både ved styreleder, styremedlem og daglig leder i Selskapet, mener Oslo Børs at dette fordret en særlig aktsomhet rundt habilitetsvurderinger i Selskapet, særlig vedrørende en restrukturering hvor Havila Holding hadde en sentral rolle gjennom rettet emisjon og konvertible lån.

Ved habilitetsvurderingen i styret ble det argumentert med at Selskapet og Havila Holding hadde sammenfallende interesser i Restruktureringen og at dette tilsier habilitet. Børsen er ikke enig i dette. Selv om Havila Holding og Selskapet hadde en sammenfallende interesse i at Selskapet fant en finansiell løsning, vil partene ikke nødvendigvis ha sammenfallende interesser for fastsettelsen av vilkårene for Havila Holdings tilførsel av kapital, herunder tegningskurs, eierandel og utvanningsbeskyttelse. Ved fastsettelse av slike vilkår vil et viktig element for Havila Holding være å opprettholde sin eierandel på en lavest mulig tegningskurs, mens Selskapet også vil måtte hensynta øvrige aksjonærers utvanning som følge av dette. Videre vil Havila Holdings interesse av å sikre seg utvanningsbeskyttelse mot reduksjon av sin eierandel, blant annet kunne begrense Selskapets handlefrihet og alternativer ved fremtidige emisjoner som ikke gjøres som del av Restruktureringen, noe som vanskelig kan sies å være i Selskapets interesse.

Habiliteten begrunnes i styret også med at det var viktig at hovedaksjonærens syn på Restruktureringen ble redegjort for. Børsen er enig i at hovedaksjonærens syn på dette er viktig, men er videre av den oppfatning at disse synspunktene kunne blitt innhentet på andre måter enn at eierne i Havila Holding deltok i styrets behandling av saken gjennom sine roller i Selskapet og at dette derfor ikke tilsier at medlemmene var habile.

Oslo Børs registrerer at Selskapet tok utfallet av REM Offshore-saken i november 2016 til etterretning og at Sævik-familien fratrådte behandlingen av Restruktureringen i styremøtet den 18. november 2016. Dette hadde derimot begrenset reparerende effekt på saksbehandlingen, ettersom tilførsel av egenkapital og/eller lån fra Havila Holding hadde vært et alternativ som del av en finansiell restrukturering siden Selskapet begynte å arbeide mot en finansiell løsning høsten 2015.

Børsen finner det kritikkverdig at Selskapet ikke har hatt et bevisst forhold til habilitetsvurderinger underveis i prosessen, og at representanter i Selskapets ledelse og styre som også er eiere i Havila Holding har vært så sentrale i behandlingen av en så viktig sak for Selskapet uten at det er foretatt løpende og grundige habilitetsvurderinger. Børsen er også kritiske til begrunnelsen for hvorfor nevnte personer ble ansett habile på tidspunktet hvor dette til slutt ble behandlet.

2.6 Eierandel og utvanningsbeskyttelse

Havila Holding fikk gjennom Restruktureringen ikke bare opprettholde sin opprinnelige eierandel, men ble også gitt en omfattende utvanningsbeskyttelse gjennom de to Konvertible Lånene over en periode på fem år.

Selskapet har anført at bankene satte krav om tilførsel av et betydelig beløp i ny egenkapital og en dominerende industriell eier som vilkår for en restrukturering av Selskapet. Oslo Børs finner ikke grunn til å betvile dette, og ser at Havila Holding har strukket seg langt for å tilføre Selskapet ny egenkapital, i en prosess hvor det tilsynelatende ikke har vært andre aktører som har meldt sin interesse for slik kapitaltilførsel til Selskapet. I tillegg får et selskap normalt bedre lånebetingelser der det har en stor industriell og/eller finansiell aksjonær. Som nevnt går det likevel en yttergrense for hvilke vilkår Selskapet kan akseptere i forhold til spørsmålet om likebehandling av Selskapets aksjonærer.

Selv om bankene hadde en forutsetning om tilførsel av kapital fra en dominerende eier i Selskapet, stiller børsen spørsmål ved om en 51 % eierandel var et absolutt krav fra bankene og/eller om en lavere eierandel som medførte en lavere grad av utvanning av eksisterende aksjonærer kunne vært en alternativ løsning.

Den form for utvanningsbeskyttelse som Havila Holding får gjennom Restruktureringen synes å være av uvanlig art. Selskapet har anført at dette var et krav fra Havila Holding ettersom en del av Restruktureringen innebar fremtidig konvertering av gjeld som kunne medføre utvanning av Havila Holdings eierandel. Videre har Selskapet fremhevet at det var i en situasjon hvor eneste realistiske mulighet for tilførsel av egenkapital fra Havila Holding i den størrelsesorden det her var tale om, var å gi Havila Holding sikkerhet for videreført kontroll.

Det er mulig at utvanningsbeskyttelsen til Havila Holding kan forsvares ut fra at Restruktureringen har andre tilsynelatende særlige elementer, f.eks. frittstående tegningsretter til kreditorer som kan utøves ved Selskapets salg av visse skip med tap. Børsen er likevel kritisk til utvanningsbeskyttelsen Havila Holding har fått mot enhver fremtidig emisjon i Selskapet som ikke utgjør en del av Restruktureringen. Børsen mener at en slik særskilt beskyttelse som medfører en betydelig usikkerhet for øvrige aksjonærer i forhold til utvanning ved fremtidige emisjoner i Selskapet som ikke utgjør en del av Restruktureringen, fordrer en særlig aktsomhet ved vurderingen av likebehandlingsspørsmålet og om et slikt vilkår kan anses forholdsmessig.

Utvanningsbeskyttelsen for Havila Holding er kun nevnt kort i styreprotokollene, og synes ikke å ha vært gjenstand for diskusjoner eller særskilt behandling i styremøtene. Dette illustrerer etter børsens mening problematikken rundt de manglende habilitetsvurderingene, ettersom det kan stilles spørsmål ved i hvilken grad Selskapet har forsøkt å hensynta minoritetsaksjonærene i forhandlingene

om slike vilkår når eierne i Havila Holding har stått så sentralt i forhandlingene med Selskapets kreditorer og tilsynelatende også forhandlingene med Havila Holding. Børsen er kritisk til om alle vilkår for Havila Holdings tilførsel av kapital ville blitt godtatt av Selskapet dersom prosessen hadde vært ledet og behandlet av representanter som ikke hadde eierinteresser i Havila Holding, og om alternative løsninger med andre vilkår for Havila Holding ble tilstrekkelig vurdert.

Børsen anser det positivt at Selskapet har gjennomført en reparasjonsemisjon, selv om denne har begrenset effekt på utvanningen av øvrige aksjonærer. Dette skyldes særlig den potensielle fremtidige utvanningen som følge av de ulike delene av Restruktureringen som strekker seg frem i tid, hvor Havila Holding i motsetning til øvrige aksjonærer har en utvanningsbeskyttelse.

3 Avsluttende bemerkninger

Etter en grundig totalvurdering av omstendighetene rundt Restruktureringen og Selskapets handlingsalternativer sett i lys av forbudet mot urimelig forskjellsbehandling, har Oslo Børs konkludert med at selv om børsen er kritiske til enkelte forhold ved Restruktureringen, er det ikke grunnlag for å overprøve Selskapets vurdering av at Restruktureringen totalt sett var saklig begrunnet i Selskapets og aksjonærenes felles interesse, og at forskjellsbehandlingen av den grunn ikke er av en så alvorlig art at børsen finner grunn til å sanksjonere med overtredelsesgebyr.

Oslo Børs har ved denne vurderingen særlig lagt vekt på at Selskapet var i en kritisk finansiell situasjon hvor konkurs til slutt var et reelt alternativ. Selskapet arbeidet med å finne en løsning over en forholdsvis lang tidsperiode hvor andre aktører hadde anledning til å kontakte Selskapet med alternative løsninger. Selv om børsen mener Selskapet burde hatt et mer bevisst forhold til løpende vurderinger av likebehandlingsspørsmålet og habilitet, samt er kritiske til enkelte av vilkårene for Havila Holdings tilførsel av kapital, har børsen ikke funnet grunn til å betvile at det ikke forelå andre realistiske handlingsalternativer som ville sikret en større grad av likebehandling enn den totalløsning som fulgte med Restruktureringen.

Dette brevet avslutter Oslo Børs' behandling av saken. Det gjøres oppmerksom på at Oslo Børs kan benytte dette brevet som veiledning til andre markedsaktører ved å innta brevet i børsens publikasjon «Vedtak og uttalelser».

4.1.5 Kritikk til Farstad Shipping ASA for manglende etterlevelse av regelverk i Løpende Forpliktelser for Børsnoterte selskaper, punkt 3.1.2, 19.05.2017

Oslo Børs (Børsen) viser til forespørsel til Farstad Shipping (Selskapet) av 22. mars 2017 samt Selskapets svar av 28. mars 2017, formidlet av Wikborg Rein Advokatfirma AS.

Spørsmålet som ble adressert av Børsen i overnevnte henvendelse var hvorvidt Selskapet hadde underrettet Børsen om beslutning om utsatt offentliggjøring, herunder bakgrunnen for utsettelsen i forbindelse med de forhold som ble beskrevet i børsmelding av 6. februar 2017, jf. verdipapirforskriften § 5-1 og løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper punkt 3.1.2(3)

For ordens skyld vil man her kronologisk gjennomgå den dialog Børsen har hatt med Selskapet vedrørende forhold knyttet til utsatt offentliggjøring i perioden 27. januar 2016 til og med 24. november 2016.

Mottatt informasjon fra Selskapet

27. januar 2016 kl. 14:46

Selskapets primær børskontakt, tar kontakt med Børsen og informerer om at man vurderer en restruktureringsplan (obligasjoner pluss egenkapital), man jobber med å finne en finansiell rådgiver og det er ikke skrevet noe mandatavtale ennå, DNB, Nordea og Danske Bank har vært kontaktet. En mulig løsning inkluderer/påvirker obligasjonseiere pluss emisjon mot eksisterende og nye aksjonærer. Målsettingen er en bærekraftig restrukturering for å holde selskapet flytende gjennom 2018 og 2019. Man har startet listeføring, men vurderer ikke forholdet til å utgjøre innsideinformasjon ennå, skal angi i listen når grensen krysses. Tidsplan for offentliggjøring: Flytte årsregnskap fra 16. februar til 29. februar og vente med å presentere restruktureringsmodell.

25. februar 2016 kl. 09:42

Nordea, DNB og Danske Markets har fått mandat til å finne en helhetlig finansiell løsning for selskapet. Intet nytt rundt datoer/tidslinjer for prosessen. Man skal holde en selskapspresentasjon 1. mars 2016 hvor man regner med å si noe mer om hva det jobbes med. Innsidelister føres.

4. mars 2016

Forholdet tas av intensivert overvåking da informasjon rundt forholdet er utliknet i Q4 rapport av 29. februar.

20. mai 2016 kl. 09:20

Selskapets primær børskontakt tar kontakt med Børsen og informerer om at man er i forhandlinger med Solstad Offshore om et LOI vedr. mulig fusjon. Man kjører et alternativt løp med EK innhenting, men dette er i en veldig tidlig fase. Det ble informert om at CFO Stavseng var på vei ut og at ny CFO ville være Haugland.

31. august 2016 kl. 08:37

Representant for markedsovervåkingen på Børsen tar kontakt med CFO for å følge opp logging av forhold notert 20. mai 2016 samt oppslag i Dagens Næringsliv 31. august 2016. I forhold til loggingen av 20. mai ble det opplyst at denne prosessen ble kjørt inn i et «sidespor» (som CFO kalte det) på grunn av at Aker systemet måtte fokusere på Solstad og REM transaksjonene først. Selskapet har i perioden siden siste oppdatering hatt samtaler med Fredriksen og Siem systemet, men dette virket ikke så aktuelt lenger. Man har kommet langt i forhandlingene med Aker systemet og man diskuterer term sheet. Struktur på transaksjonen vil være noe lignende REM transaksjonen. Man tviler på om man blir ferdige denne uken men mulig at noe kan offentliggjøres neste uke.

17. oktober 2016 kl. 08:33

Wikborg Rein ringte inn, på vegne av selskapet, og opplyste om at Selskapet hadde inngått et LOI med Siem Industries vedr. restruktureringen. Endelig løsning var avhengig av flere parter og forholdet meldes derfor i henhold til utsatt offentliggjøring.

4. november 2016 kl. 14:04

CFO i Selskapet ringte inn med en oppdatering. På grunn av stort medietrykk, samt mange involverte i prosessen (jfr. tidligere logging) (ønsker selskapet å gå ut med en børsmelding i dag om at det er

inggått et LOI. Man jobber videre med prosessen og det er lagt frem en skisse til løsning. Denne må godkjennes av mange eksterne parter og det vil således være innsideinformasjon i selskapet også etter at børsmelding er sendt.

24. november 2016 kl. 11:00

Selskapet ringte inn til markedsovervåkingen og opplyste om at man nå hadde en avtale om tilførsel av ny EK men at dette forutsatte full konvertering av obligasjonsgjeld, enighet om konverteringskurs, avtale med bankene og en rekke andre forhold som ikke er avklart med partene ennå. Selskapet ønsket å gå ut med børsmelding om at man hadde sikret en mulig løsning på EK men ønsket ikke å gå inn på de andre forholdene da dette ville kunne skade prosessen/forhandlingene man nå skulle i gang med. Emisjonskurs på ny EK var 1,42.

24. november 2016 kl. 12:16

Informasjon utlignet i børsmelding fra Selskapet.

5. januar 2017 kl. 08:41

Børsmelding fra Selskapet hvor det opplyses om at termsheet mellom Selskapet og SOSI er terminert og at man forfølger andre alternativer for en restrukturering.

I tillegg til dialogen med Farstad Shipping har Børsen hatt direkte dialog med andre børsnoterte selskaper som har vært involvert i de samme prosesser som er underhånden informert av Selskapet til Børsen, herunder også forholdet som ledet opp til børsmelding av 6. februar 2017.

Børsens vurderinger

I svar fra Wikborg Rein datert 28. mars 2017 blir det hevdet fra Selskapets side at man korrekt har oppfylt sin plikt til å underhånden varsle Oslo Børs etter punkt 3.1.2 (3) i Løpende Forpliktelser, jf. verdipapirforskriften § 5-1.

Ser man på den første underretningen til Børsen dreide denne seg om at man vurderte en helhetlig restrukturering av Selskapet og var i dialog med Danske Bank, Nordea og DNB om en mulig mandatavtale. I forbindelse med rapport for 4. kvartal 2015 blir denne informasjonen utlignet, nærmere bestemt at man ser et behov for tiltak som styrker selskapets finansielle posisjon og kapitalstruktur samt at man har engasjert finansielle rådgivere.

Som nevnt over anser Oslo Børs det slik at det kan være flere forhold som vil utgjøre innsideinformasjon for Selskapet ikke bare det faktum, som kommunisert i 4. kvartalsrapport, at man er i en restrukturingsprosess. Detaljert informasjon om forhandlingspartnere, størrelse på en eventuell transaksjon og utforming vil være av vesentlig betydning for Selskapet og en antar at dette på selvstendig grunnlag vil kunne utgjøre innsideinformasjon for Selskapet. Det er derfor av avgjørende betydning at også slik informasjon blir underhånden meddelt Børsen i de tilfeller man anser forholdene for å være innsideinformasjon. Slik Børsen ser det er dette også gjort av Selskapet i kommunikasjon med Børsen utover sommeren og høsten 2016, med unntak av de hendelser som førte frem til den løsning beskrevet i børsmelding av 6. februar 2017.

Generelt er det naturlig at Børsen oppdateres ved en vesentlig utvikling av allerede innmeldte forhold, og i tilfeller hvor det oppstår helt nye forhold forventer man at Selskapet underretter Børsen. At man som et utgangspunkt melder underhånden til Børsen at man er i gang med en restrukturingsprosess fritar ikke Selskapet fra å orientere Børsen om vesentlige hendelser som utgjør innsideinformasjon underveis i en slik prosess. Dersom det underveis i en restrukturingsprosess oppstår nye forhold med for eksempel helt andre aktører og konstellasjoner

enn det som var utgangspunktet for Selskapets varsling til Børsen, vil man måtte anse at det oppstår en ny varslingsplikt etter løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3), jf. verdipapirforskriften § 5-1. Tilsvarende vil måtte gjelde dersom et forhold som tidligere har vært meldt til Børsen avsluttes for så å bli aktuelt igjen.

Børsen legger i denne saken også til grunn at Selskapets forhandlingspartnere kontaktet Børsen for utsatt offentliggjøring og mente at forholdet utgjorde innsideinformasjon for deres egen del. Når man i dette tilfelle nøyer seg med å gi kritikk til Selskapet er det litt med bakgrunn i at Børsen allerede var kjent med forholdet fra andre aktører og således var bedre rustet til å takle en lekkasjesituasjon. En lekkasjesituasjon vii kunne bli håndtert vesentlig annerledes og få betydelig mindre skadeomfang både for selskapet og for markedets tillit dersom Børsen er tilstrekkelig informert på forhånd.

Selskapet anfører i sitt svar til Børsen av 28. mars 2017 at «Oslo Børs har gjennom den underhånden kommunikasjon som er foretatt med Farstads representanter, samt børsmeldinger og annen tilgjengelig informasjon om restruktureringsprosessen, hatt kjennskap til at Farstad over lang tid og på kontinuerlig basis har vært inne i en omfattende restruktureringsprosess». Til dette vil Børsen nøye seg med å kommentere at det ikke er slik at Børsen skal måtte resonnerer eller gjette seg frem til Selskapets situasjon, opplysningene skal som hovedregel gis av selskapet uoppfordret og umiddelbart. På denne måten kan Børsen foreta intensivert overvåking på bakgrunn av et oppdatert informasjonsbilde.

Oslo Børs avslutter saken med dette brev og ber selskapet gjennomgå sine rutiner for underhånden varsling som beskrevet i punkt 3.1.2 (3) i Løpende Forpliktelser, jfr. verdipapirforskriften § 5-1. Det gjøres oppmerksom på at Oslo Børs kan benytte dette brevet som en veiledning til andre markedsaktører ved å innta brevet i Børsens publikasjon «vedtak og uttalelser».

4.1.6 Kritikk til Selvaag Bolig ASA – kjøp av egne aksjer – e-post av 06.11.2017

Det vises til tidligere kontakt i anledning ovenstående.

Oslo Børs har etter en helhetsvurdering besluttet ikke å gå videre med saken, men finner likevel grunn til å knytte enkelte merknader til fremgangsmåten som er benyttet ved tilbakekjøpet av egne aksjer i angjeldende sak.

Som selskapet er kjent med, har Oslo Børs vurdert det aktuelle tilbakekjøpet opp mot kravet til likebehandling i løpende forpliktelser punkt 2.1, jf. verdipapirhandelloven § 5-14. Disse bestemmelsene krever som et utgangspunkt at utsteder skal likebehandle eierne av finansielle instrumenter utstedt av selskapet. Kravet til likebehandling er relevant ved kjøp og salg av egne aksjer, og enhver forskjellsbehandling skal være saklig begrunnet.

Kravet om likebehandling utfordres i nærværende sak da Selvaag Bolig har foretatt tilbakekjøp fra en enkeltaksjonær uten at øvrige aksjonærer er gitt tilbud om å selge aksjer til selskapet. Selv om Oslo Børs etter en helhetsvurdering har besluttet ikke å gå videre med saken, finner vi grunn til å fremheve at det kreves sterke grunner for at en utsteder skal kunne gjennomføre et tilbakekjøp fra enkeltaksjonærer uten at øvrige aksjonærer også gis mulighet til å tilby sine aksjer for salg. Børsen noterer de argumenter som fremføres til støtte for at tilbakekjøpet var saklig begrunnet, og at selskapet vurderer at tilbakekjøpet ikke var i strid med kravet til likebehandling.

Oslo Børs vil i tilknytning til sistnevnte bemerke at det faktisk er gitt en fullmakt til tilbakekjøp av egne aksjer, herunder ordlyd om måter dette kan skje på, er uten relevans for vurdering av likebehandlingsspørsmålet. For det første er det nødvendig med en slik fullmakt for å gjøre tilbakekjøp av egne aksjer i norske allmenaksjeselskaper. At styret gir stor grad av fleksibilitet vedrørende måter tilbakekjøpet kan gjennomføres på medfører ikke at det stilles mindre krav til likebehandling av selskapets aksjonærer ved tilbakekjøp av aksjer under den relevante fullmakten. Børsen mener videre at det er av begrenset relevans at tilbakekjøpet er skjedd til markedskurs, da dette bare medfører at graden av forskjellsbehandling reduseres.

Oslo Børs mener videre det er av begrenset relevans at tilbakekjøpet skjedde til kurs som i ettertid har vist seg å være et bunnivå for de siste 12 måneder. Dette fordi forholdet er en etterfølgende omstendighet som ikke har kunnet inngå i selskapets vurdering på tidspunktet hvor tilbakekjøpet ble gjennomført. Det er videre fremhevet at selger under henvisning til at aksjekjøpet skjedde til markedskurs ikke har mottatt noen økonomisk fordel ved salget. Børsen mener spørsmålet om hvilken fordel selger har oppnådd ikke alene kan vurderes i forhold til om tilbakekjøpet har skjedd til markedskurs, men at det også må vurderes i hvilken grad selger har fått et høyere vederlag enn om aksjene var solgt i markedet. Gitt den lave likviditeten i selskapets aksjer, er Oslo Børs skeptisk til om selger hadde kunnet oppnå samme pris ved salg av en såpass stor post ved salg over børs.

I lys av det ovennevnte vil børsen gjenta vår tidligere uttrykte oppfatning om at kravet til likebehandling av aksjonærer, sammen med kravet til gjennomsiktighet i markedet, best ivaretas ved kjøp og salg av egne aksjer over børs eller ved offentlig tilbud til alle aksjonærer.

4.2 Løpende informasjonsplikt mv

4.2.1 Vedtak om overtredelsesgebyr

4.2.1.1 Reno Norden – Børsklagenemndens vedtak 06.09.2017

Avgjørelse 6. september 2017 av klage fra RenoNorden ASA over Oslo Børs ASAs vedtak 14. juni 2017 om å ilegge selskapet overtredelsesgebyr etter verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd jf. § 15-1 og verdipapirforskriften § 13-1 for brudd på plikten til å melde innsideinformasjon til markedet etter verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd.

1. KLAGESAKEN OG BØRSKLAGENEMNDENS SAMMENSETNING

Oslo Børs ASA (heretter "Oslo Børs" eller "børsen") fattet 14. juni 2017 følgende vedtak:

For brudd på plikten til å melde innsideinformasjon til markedet etter verdipapirhandelloven § 5-2 (1), ilegges RenoNorden et overtredelsesgebyr på åtte ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 1 366 400,- kroner, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd og § 15-1, jf. verdipapirforskriften § 13-1.

Advokatfirmaet Thommessen påklaget vedtaket i brev 29. juni 2017 på vegne av RenoNorden ASA (heretter "selskapet" eller "klager"). Klagen er rettidig fremsatt.

Oslo Børs har ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble ved brev 9. august 2017 oversendt Børsklagenemnden for behandling sammen med børsens merknader til klagen, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Thommessen innga 18. august 2017, på vegne av klager, kommentarer til børsens merknader til saken i forbindelse med oversendelsen av saken til Børsklagenemnden.

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

2. OM SELSKAPET

RenoNorden driver med renovasjonsvirksomhet i Norge, Danmark, Sverige og Finland. Selskapet ble etablert i 2000 og har operert i Norge siden 2001. Selskapet har en markedsandel i Norge på 46 %, 32 % i Danmark samt 15 % i Sverige og Finland. I 2016 hadde selskapet en omsetning på ca. NOK 1,9 milliarder.

Selskapet ble notert på Oslo Børs 16. desember 2014. I 2016 ble det registrert omsetning av ca. 25 millioner aksjer i selskapet, til en verdi av ca. NOK 350 millioner fordelt på ca. 18 000 handler.

3. BAKGRUNN

3.1 Kort om sakens bakgrunn

Selskapet offentliggjorde 19. desember 2016 to børsmeldinger som opplyste om bl.a. følgende tre forhold:

- 1) Risiko for brudd på finansielle "covenants" i selskapets låneavtaler.
- 2) Endring av delårsregnskapene for 2. og 3. kvartal 2016 som innebar nedskrivninger og tapsavsetninger som svekket selskapets resultat med totalt NOK 242 millioner.
- 3) Beslutning om fortrinnsrettsemisjon på NOK 350 millioner.

Aksjekursen falt 56,7 % samme dag og videre opp mot 70 % frem til og med fredag 23. desember 2016. I perioden ble det omsatt 11 millioner aksjer til samlet omsetningsverdi NOK 74 millioner fordelt på 5 000 handler.

Oslo Børs besluttet kort tid etter børsmeldingene 19. desember 2016 å foreta en nærmere gjennomgang av disse og holde dem opp mot selskapets tidligere kommunikasjon til markedet og selskapets kontakt med børsen 21. november 2016.

3.2 Børsens undersøkelser

Børsen rettet en formell henvendelse til selskapet 10. januar 2017 om å redegjøre for prosessene som ledet frem til forholdene som ble meldt ved børsmeldingen 19. desember 2016, herunder om det ble vurdert utsatt offentliggjøring i forkant av børsmeldingene. Svar fra selskapet ble mottatt 17. januar 2017. Det ble rettet ytterligere tre henvendelser til selskapet 30. januar, 20. februar og 28. mars 2017. Disse ble besvart henholdsvis 3. februar, 3. mars og 3. april 2017.

19. april 2017 underrettet Oslo Børs selskapet om at man vurderte selskapets informasjonshåndtering opp mot verdipapirhandelloven §§ 5-2 og 5-3 og verdipapirforskriften § 5-1, jf. børsens Løpende forpliktelser punkt 3.1.1 og 3.1.2. Det ble opplyst om at børsens foreløpige vurdering var at nevnte bestemmelser kunne være brutt.

Administrasjonens foreløpige syn på saken ble oversendt selskapet 25. april 2017 for kontradiksjon. I brevet ble det varslet om mulig sanksjon, jf. forvaltningsloven § 16 ("forhåndsvarselet"). Selskapets merknader til forhåndsvarselet ble sendt børsen 4. mai 2017 (brevet er datert 5. mai).

3.3 Nærmere om hendelsesforløpet

3.3.1 22. juni 2016 - Styremøte

Avskrivningsprofil

Ledelsen presenterer en analyse av antall biler fra utgåtte kontrakter. Styret beslutter at selskapet må gjøre nødvendige tiltak for å redusere risikoen for nedskrivninger av eldre biler i den kommende femårsperioden eller gjennomgå avskrivningstiden for bilene. Det angis at dette bør være et fokusområde for revisjonsutvalget før årsslutt.

3.3.2 9. august 2016 - Møte i revisjonsutvalget

Tapsbringende kontrakter

Selskapets finansdirektør gir en presentasjon for revisjonsutvalget av tap som har blitt identifisert på ulike kontrakter. Dette foranlediger tapsavsetninger og nedskrivninger på totalt NOK 249,9 millioner i regnskapet for 2. kvartal.

Finansielle covenants

I forlengelsen av diskusjonene om de tapsbringende kontraktene diskuterer revisjonsutvalget konsekvensene disse kontraktene har for blant annet de finansielle covenantene i selskapets lånefasilitet. Den finansielle covenanten er inntatt i selskapets hovedlånefasilitet, og bestemmer at selskapets Net debt/EBITDA ratio ikke skal overstige 5,00. Beregningen av Net debt/EBITDA skal gjøres på bakgrunn av "adjusted" EBITDA på vilkår som angis i låneavtalen.

I anledning avleggelsen av selskapets delårsrapport for 1. halvår og 2. kvartal 2016 ("Q2-rapporten"), fremsetter selskapets revisor KPMG også merknader om at det i lys av de betydelige tapene burde gjøres beregninger som viser påvirkningen på finansielle covenants, som kan vurderes av revisjonsutvalget. Revisor uttrykker at informasjon om dette forholdet burde gis i Q2-rapporten. Videre bemerker revisor at revisjonsutvalget og styret burde vurdere om disse forholdene har innvirkning på selskapets rapporteringsforpliktelser til Oslo Børs før publisering av Q2-rapporten.

Avskrivningsprofil

Revisjonsutvalget diskuterer også kortere avskrivningstid på bilparken som følge av at enkelte biler har blitt solgt med regnskapsmessig tap over de siste periodene. Det bemerkes fra utvalget at ny avskrivningsprofil burde utgjøre en del av budsjettet for 2017, og det angis at det pågående arbeidet med dette vil bli gjennomgått i 3. kvartal 2016 sammen med en tredjepart.

3.3.3 15. august 2016 - Styremøte

Q2-rapport og tapsbringende kontrakter

Ledelsen gir en presentasjon av det pågående arbeidet med gjennomgangen av selskapets kontrakter, der PwC bistår som tredjepart. Det blir angitt at kun et mindre antall kontrakter var tenkt gjennomgått, men at omfanget har blitt utvidet for å skaffe en bedre forståelse av omfanget av potensielle feilberegninger. Lederen av revisjonsutvalget presenterer arbeidet med Q2-rapporten og en rapport med vurderinger av de norske kontraktene.

Avskrivningsprofil

Det er kort protokollert at styret diskuterer selskapets avskrivningsprofil og nødvendigheten av å gjøre en verdivurdering av selskapets bilpark med bistand fra en tredjepart.

Finansielle covenants

Q2-rapportens betydelige innvirkning på selskapets finansielle covenants, på grunn av

redusert EBITDA, blir også drøftet i styremøtet og av protokollen fremgår følgende:

"The slim headroom to set covenants must be carefully managed – the Company's cost reduction initiatives must be initiated as soon as possible, as well as negotiating increased covenant headroom with the Company's banks."

På grunn av situasjonen selskapet befinner seg i blir det besluttet å avholde et ekstraordinært styremøte den 30. september 2016.

3.3.4 16. august 2016 - Offentliggjøring av Q2-rapport

Tapsavsetninger og nedskrivninger

I Q2-rapporten fremgår det at Selskapet har måttet gjennomføre tapsavsetninger og nedskrivninger på totalt NOK 249,9 millioner – NOK 159 millioner gjelder estimerte tap, mens NOK 90 millioner gjelder nedskrivning av goodwill. Disse er knyttet til beregnede tap på seks kontrakter i Norge og to i Danmark. Tapene er avdekket gjennom en gjennomgang av selskapets kontrakter som ble iverksatt etter at det ble registrert vesentlige avvik mellom selskapets tilbud på nylig tildelte kontrakter i Norge, sammenliknet med konkurrentenes. Selskapet opplyser at det vil iverksette tiltak for å redusere risiko og styrke kontrollen i anbudsprosessene.

Når det gjelder selskapets finansielle resultater for perioden, blir det påpekt en økning i selskapets inntekter og kontraktsporfølje, men en nedgang i EBITDA.

Avskrivningsprofil

Under "Risks and uncertainties" i Q2-rapporten er det angitt en risikofaktor knyttet til selskapets avskrivningsprofil, hvor det fremgår at denne er basert på rimelige forventninger for fremtidige videresalgsv verdier og vil bli periodisk gjennomgått for å reflektere endringer i markedsforholdene.

Finansielle covenants

Q2-rapporten opplyser kort at Net debt/EBITDA for kvartalet er 4.7x. Det opplyses ikke om den finansielle covenanten.

Under punktet "Risks and uncertainties" i Q2-rapporten er det gitt en generell henvisning til omtale av risikoforhold i årsrapporten for 2015. I årsrapporten, på s. 44, er det uttalt følgende knyttet til finansielle covenants i Selskapets låneavtale:

On bank loan covenants RenoNorden ASA shall ensure that the adjusted leverage in respect of any Relevant Period shall not exceed 5.00:1. In addition RenoNorden ASA shall ensure that the Interest Cover in respect of any relevant period shall not be less than 4.00:1.

Som det fremgår, er angivelsen av covenantkravet ufullstendig da det ikke oppgis at kravet knytter seg til Net debt/EBITDA. Selve beregningen av covenanten er heller ikke nærmere omtalt verken i årsrapporten eller Q2-rapporten.

3.3.5 30. september 2016 – Styremøte

Finansielle covenants

Styret behandler blant annet ulike forhold knyttet til risikoen for fremtidig brudd på finansielle covenants.

Styret blir forelagt forslag til "cost reduction and efficiency program" etter at dette ble initiert iverksatt i styremøtet den 15. august 2016. Styret beslutter at dette skal implementeres i

tilknytning til budsjettet for 2017. Det fremgår at programmet innebar kostnadsbesparelser og forbedringer i størrelsesorden NOK 36-38 millioner.

Videre har styret i forkant av møtet blitt forelagt prognoser som viser en fortsatt negativ utvikling med tanke på covenantbrudd.

Av styreprotokollen fremgår det at styret vurderer situasjonen og prognosene som svært alvorlige:

The group face a seriously challenging in the future covenant calculation [...] The Board discussed the situation and underline the serious situation this represent. The board encouraged the administration to start working towards the banks in order to find a sustainable solution of handling the very high covenant calculations.

Avskrivningsprofil

Av styreprotokollen fremgår det også at revisjonsutvalget vil gjennomgå avskrivningsprofilen i et møte som skal avholdes i oktober, og komme tilbake til styret med forslag til endring av avskrivningsprofilen for bilparken.

3.3.6 8. november 2016 – Møte i revisjonsutvalget og styremøte

Revisjonsutvalget

I møte i selskapets revisjonsutvalg behandles bl.a. revisors delårsrevisjon og delårsrapporten for 3. kvartal 2016 ("Q3-rapporten").

Det fremgår av protokollen at KPMG har fullført mesteparten av arbeidet for delårsrevisjonen uten materielle funn eller problemstillinger, men at utestående punkter blant annet er verdsettelse og avskrivningstid på bilene. Det fremgår at disse forholdene vil bli nærmere gjennomgått gjennom november og desember 2016. Videre fremgår det at revisor blant annet har utført tilleggsprosedyrer for enkelte forhold, herunder gjennomgangen av de tapsbringende kontraktene i Norge og Danmark og beregningene og forutsetningene for nedskrivning av goodwill i Norge. Videre angis det at "Headroom is gone" og at det stilles spørsmål ved oppdateringen av vektet kapitalkostnad (weighted average cost of capital ("WACC")), ettersom denne synes for lav. Det angis at en omfattende nedskrivnings- og sensitivitetstest av goodwill knyttet til selskapets kontrakter bør gjennomføres så raskt som mulig.

Fra revisjonsutvalgets handlingsplan fremgår at fristen for vurderingen og oppdateringen av avskrivningsprofilen på selskapets biler og gjennomføring av nedskrivnings- og sensitivitetstest for alle markeder settes til 1. desember 2016.

Styremøte

Nedskrivninger og avskrivninger

Senere samme dag blir det avholdt styremøte hvor revisjonsutvalget presenterer arbeidet fra møtene den 31. oktober 2016 og 8. november 2016. Det fremkommer at nedskrivningstestene for goodwill må oppdateres og at relativt små endringer i forutsetningene potensielt kan ha en vesentlig effekt på nedskrivningstesten. Det protokolleres at revisor kan utfordre disse forutsetningene, som potensielt kan medføre ytterligere nedskrivninger av goodwill.

Styret angir at endringer av avskrivningsprofilen bør vurderes for at bokførte verdier av bilparken skal samsvare med markedsverdi og restverdi ved utløpet av kontraktene, og at dette vil bli nærmere vurdert i revisjonsutvalget og presenteres til styret før årsslutt.

Finansielle covenants

I forkant av styremøtet har selskapet mottatt skriftlig tilbakemelding fra bankene (DNB og Danske Bank) på selskapets forespørsel om endring av lånevilkår som ledd i å redusere risikoen for covenantbrudd. Tilbakemeldingen har blitt forelagt styret i form av notat fra administrasjonen datert 4. november 2016.

Tilbudet fra bankene innebærer ingen «waiver» ut over 4. kvartal 2016, og er betinget av at covenanten for Net debt/EBITDA på dette tidspunktet ikke overstiger [...]. Videre er tilbudet betinget av at bankene gis mulighet til å ta sikkerhet i Selskapets eiendeler, en økning i marginen på [...] og et «waiver» gebyr på [...].

I administrasjonens anbefaling til styret fremgår det at de anbefaler at Selskapet aksepterer tilbudet fra bankene og at risikoen ved ikke å gjøre dette er at Selskapet kan være i brudd med låneavtalen per 31. desember 2016. Ledelsen angir også at man er avhengig av en endring av Selskapets låneavtale før årsslutt ettersom covenant-ratioen da stilles tilbake til 5,00. Det angis videre at ledelsens estimater viser at covenant-ratioen vil ligge +/- 5,00 i kommende år og at første utkast av 2017-budsjettet viser at disse estimatene kan forverre seg.

I utkastet til Q3-rapport som blir presentert for styret, er det inntatt informasjon om at selskapet har inngått en avtale med bankene for sikre oppfyllelse av de finansielle covenantene fremover, og at en midlertidig «waiver» er på plass inntil en endring i låneavtalen var blitt avtalt.

For behandling av tilbudet fra bankene blir styret forelagt en oppdatert prognose knyttet til utviklingen i covenant-ratioen. Prognosen viser en svak negativ utvikling for 4. kvartal 2016 sammenlignet med prognosen fremlagt til styremøtet den 30. september 2016.

Det fremgår av protokollen at styret stiller spørsmål ved realismen i årsprognosen for 2016. Styret understreker viktigheten av at prognosene er realistiske i lys av at disse viser at selskapet er nær covenantbrudd. Styret understreker også alvoret i situasjonen og drøfter hvordan man skal løse utfordringene knyttet til finansielle covenants. Det vises til at prognosene som er fremlagt av ledelsen indikerer en utfordrende situasjon vedrørende NIBD/EBITDA-covenanten selv om mulige justeringer er hensyntatt.

Styret behandler deretter tilbudet fra bankene om "waiver", og konkluderer med at dette ikke er tilstrekkelig for å løse Selskapets utfordring knyttet til risikoen for covenantbrudd:

The board discussed and emphasized the seriousness of a situation and how to resolve the covenant issue. A letter from the banks regarding a proposal for covenant waiver for Q4 16 had been received. The board discussed and reviewed the terms and conditions regarding additional security and increased margin and concluded that the proposal from the banks will be insufficient to resolve a longterm solution to the NIBD/EBITDA ratio.

[...]

The company is not in breach of the covenant today, and the board instructed the administration, with support from the chairman, to consider different alternatives and find sustainable solutions with sufficient flexibility for the company to pursue long term refinancing of current loan agreements as they expire in 2019.

Styret instruerer deretter administrasjonen med støtte fra styrets leder om å vurdere ulike alternativer og finne langsiktige løsninger som gir Selskapet tilstrekkelig fleksibilitet for en langsiktig refinansiering av Selskapets låneavtaler som forfaller i 2019.

Samme dag blir Carnegie kontaktet av Selskapet i forbindelse med arbeidet med å finne en løsning for å redusere risikoen for covenantbrudd.

3.3.7 9. november 2016 – Offentliggjøring av Q3-rapport

Resultater og håndtering av kontrakter

Selskapet offentliggjør Q3-rapporten, der det blant annet fremheves en fortsatt økning i selskapets inntekter og rekordhøy kontraktportefølje på NOK 7,5 milliarder. Videre opplyses det at forbedringene knyttet til kostandskontroll og risikohåndtering er i ferd med å materialisere seg. Det blir angitt at gjennomgangen og forbedringen av anbudsprosessen er ferdigstilt.

Det opplyses om en nedgang i EBITDA og EBIT sammenliknet med tidligere perioder, men dette gis lite omtale sammenliknet med informasjonen om økte inntekter og kontraktportefølje.

Finansielle covenants

Selskapets Net debt/EBITDA ratio (4.85x) for kvartalet er oppgitt i Q3-rapporten og børsmeldingen om rapporten. Den negative utviklingen fra 2. kvartal (økning fra 4.7x til 4.85x) er ikke omtalt. Den finansielle covenanten er omtalt på følgende måte i note 3 i regnskapet:

"On bank loan covenants RenoNorden ASA shall ensure that the adjusted leverage in respect of any relevant period shall not exceed 5.00:1."

Det er ikke presisert i det ovenstående at covenant-kravet knytter seg til Net debt/EBITDA. Q3-rapporten inneholder heller ingen omtale av risikoen for covenantbrudd. Omtalen av risikofaktorer viser utelukkende til risiko omtalt i årsrapporten, og det angis at det ikke har inntrådt noen materielle endringer som har endret selskapets syn på risiko og usikkerheter.

Nedskrivninger og avskrivningsprofil

Risiko knyttet til revisjon av avskrivningsprofil på selskapets biler eller ytterligere nedskrivninger er ikke omtalt.

3.3.8 10. november 2016 – aksjonsliste internt i selskapet

I etterkant av styremøtet 8. november 2016 utarbeidet daglig leder i selskapet en "to do"-liste, som ble sendt på e-post fra finansdirektøren til styreleder. I e-posten fremkommer blant annet følgende:

Fremlegge konkrete tiltak for å sikre oss mot brudd på covenants

- Tidligere fakturering
- Del-fakturering (sjekk ut hva vi kan gjøre i kontraktene)
- Telefonoppfølging av kunder for å få innbetalt faktura før 31.12
- Factoring

3.3.9 14. november 2016 - Styremøte

Fortrinnsrettsemisjon

Det avholdes styremøte hvor representanter fra Carnegie deltar og orienterer om en foreslått fortrinnsrettsemisjon. Administrasjonen har i underlagsnotat til styremøtet utarbeidet simuleringer knyttet til egenkapital-ratio, covenants-ratio og selskapets kontantsituasjon. Simuleringene viser en negativ balanseeffekt knyttet til endret avskrivningsprofil og nedskrivning av goodwill på NOK 300 millioner (NOK 150 millioner + NOK 150 millioner).

Carnegie har i tilknytning til møtet utarbeidet en presentasjon (datert 11. november 2016) med tittel "Rights issue considerations". Presentasjonen inneholder blant annet en forutsetning om reduksjon i egenkapital på NOK 150 millioner som følge av endret avskrivingsplan på biler, i tillegg til nedskrivning av goodwill på NOK 150 millioner. Disse beløpene ble oversendt fra selskapet til Carnegie 9. november 2016.

3.3.10 18. november 2016 - Styremøte

Fortrinnsrettsemisjon

Styret beslutter (etter børsens stengtids) at forberedende arbeider for en garantert fortrinnsrettsemisjon skal iverksettes.

3.3.11 21. november 2016 – møte med rådgivere og underhåndenvarsling til Oslo Børs

21. november kl. 1200 avholdt selskapet et oppstartsmøte med Carnegie og Thommessen. Umiddelbart etter møtet, kl. 13.37 ringer selskapets finansdirektør Oslo Børs og varsler om at det er besluttet å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon i størrelsesorden NOK 350 millioner. Det blir videre opplyst at det skal etableres et garantikonsortium med institusjonelle investorer. Arbeidet med fortrinnsrettsemisjonen blir opplyst å starte samme dag og være ferdig i god tid før jul. Det fremgår av opptak fra samtalen at selskapet varsler børsen på grunn av ønske om utsatt offentliggjøring.

[...]

3.3.12 29. november 2016 – Nummerert brev fra revisor

Selskapet mottar et nummerert brev fra revisor hvor KPMG tar opp flere vesentlige forhold; behovet for å revurdere goodwill, avskrivningstiden på bilene, effekten av tapsbringende kontrakter og risikoen for brudd på finansielle covenants. Revisor angir blant annet at de har blitt informert om at det er usikkerhet knyttet til om selskapet vil oppfylle covenantene per 31. desember 2016.

Revisor fremhever disse forholdene som særlig viktig i lys av den iverksatte prosessen knyttet til fortrinnsrettsemisjonen, og gjør oppmerksom på selskapets ansvar for riktig og fullstendig informasjon i prospektet. Videre fremhever revisor at revisjonsutvalget og styret bør vurdere innvirkningene de overnevnte vesentlige forholdene har på selskapets løpende rapporteringsplikter, særlig at forholdene bør vurderes så raskt som mulig i forhold til et mulig behov for endring («restatement») av en eller flere av delårsrapportene som er publisert i 2016.

3.3.13 1. desember 2016 – Styremøte

Fortrinnsrettsemisjon

Det avholdes styremøte der styret blir orientert om status for arbeidet med fortrinnsrettsemisjonen. Det fremgår av protokollen at det arbeides med en investorpresentasjon som skal benyttes i møter med potensielle investorer og at det som del av presentasjonen vil bli gitt noe guiding til potensielle investorer. Utkast til presentasjonen blir fremlagt for styremedlemmene. Det angis at den samme informasjonen vil bli gitt til markedet når børsmeldingen vedrørende fortrinnsrettsemisjonen vil bli distribuert. Videre følger det av protokollen at det planlegges å avholde presentasjonen til garantistene den påfølgende uken.

Nedskrivninger og avskrivninger

I utkastet til investorpresentasjon fremgår det at selskapet har utfordringer knyttet til nedskrivninger og endringer i avskrivningsprofil. Nedskrivninger og tapsavsetninger er angitt å være i størrelsesorden NOK 220 millioner til NOK 240 millioner.

Styret behandler også det nummererte brevet fra revisor datert 29. november 2016, hvor det protokolleres kort at brevet beskriver styrets ansvar for utstedelse av prospekt og tar på enkelte forhold som er relevant i den forbindelse.

Finansielle covenants

Styret var i forkant av møtet forelagt oppdatert prognose fra administrasjonen som viste estimert covenant-ratio per kvartal ut 2017. Prognosen inneholdt en forutsetning om tilførsel av egenkapital til Selskapet i størrelsesorden NOK 350 millioner i 1. kvartal 2017. Prognosen viste at Selskapet ville være i brudd med finansielle covenants i 4. kvartal 2016. Det fremgår ikke av protokollen at forholdet ble kommentert av styret.

I utkast til investorpresentasjon som er fremlagt for styret, er risikoen for covenantbrudd i kommende kvartaler omtalt og det opplyses at dette skyldes nye investeringer og lavere EBITDA enn forventet.

3.3.14 8. desember 2016 – Styremøte

Budsjett for 2017 behandles.

3.3.15 16. desember 2016 – styremøte

Det blir fremlagt utkast til børsmelding, og det protokolleres at selskapet vil foreslå for generalforsamlingen å godkjenne fortrinnsrettsemisjonen. Styret godkjenner børsmeldingen, herunder den finansielle guidingen og beskrivelsen av fortrinnsrettsemisjonen.

Det fremgår ikke av protokollen at styret behandler fastsettelse av endrede regnskaper for 2. og 3. kvartal særskilt. I dialogen med børsen har Selskapet opplyst at beslutningen om endringen av regnskapene, herunder de regnskapsmessige tapene i størrelsesorden NOK 243 millioner, lå implisitt i beslutningen gjengitt ovenfor.

3.3.16 19. desember 2016 – Offentliggjøring av ulike børsmeldinger

Børsmelding1/2: Operational and financial update and announcement of fully underwritten rights issue

Tapsbringende kontrakter

Selskapet publiserer en børsmelding der det opplyses at selskapet har besluttet å gjøre vesentlige tiltak for å forbedre den operasjonelle virksomheten som en konsekvens av de operasjonelle utfordringene annonsert i tidligere kvartaler, i kombinasjon med økt konkurranse og prispress observert i markedet. Slike tiltak er blant annet innføring av nye rutiner for å redusere risikoen i anbudsprosesser og implementering av kostnadsreduksjoner og effektivitetsprogrammer. Det opplyses videre at oppstart av nye kontrakter har vært vellykket, men med høyere kostnader enn forventet.

Det understrekes at til tross for forbedringstiltakene fortsetter de operasjonelle utfordringene å legge press på selskapets resultater, finansielle stilling og covenants.

Resultatvarsel

Selskapet opplyser i meldingen at det forventer noe lavere inntekter i 4. kvartal 2016 sammenliknet med tilsvarende periode året før. Det opplyses også at det forventes en svakere utvikling av EBITDA-margin i 4. kvartal 2016 sammenliknet med året før og totale kapitalkostnader (CAPEX) i 4. kvartal 2016 på et noe høyere nivå enn forrige kvartal. Selskapet forventer at EBITDA-marginene vil stabilisere seg på kort sikt og deretter forbedre seg noe på medium sikt. Det forventes også høyere kapitalkostnader i 2017 enn året før grunnet oppstart av store kontrakter i 2017.

Fortrinnsrettsemisjon og finansielle covenants

Børsmeldingen angir videre at styret har besluttet å gjennomføre en garantert fortrinnsrettsemisjon på NOK 350 millioner. Forslaget blir fremsatt for å styrke selskapets balanse og for å skape "headroom" med referanse til selskapets maksimum NIBD/EBITDA covenant.

Det angis at de økte investeringene knyttet til allerede inngåtte kontrakter, i kombinasjon med marginutviklingen, gjør at selskapet forventer en ytterligere økning av NIBD/EBITDA-ratioen og at fremtidig oppfyllelse av denne finansielle covenanten vil bli utfordrende i de neste kvartalene dersom selskapet ikke gjennomfører en fortrinnsrettsemisjon.

Børsmelding 2/2: Restatement av regnskapene for 2. og 3. kvartal

Nedskrivninger og avskrivninger

Samme dag offentliggjør selskapet en børsmelding om endringer ("restatement") av de tidligere publiserte regnskapene for 2. og 3. kvartal 2016. Av børsmeldingen fremgår det at selskapets Q3-rapport, som inneholder tall for 2. kvartal og 3. kvartal, har blitt restated for å rette feil som oppsto i 2. kvartal 2016.

Endringene knytter seg for det første til en nedskrivning av bokført verdi av enkelte grupper av biler, hvor selskapet gjennom 2. kvartal har sett at disse har begrenset verdi ved utløpet av kontraktperioden. Gjennomgangen har også vist at enkelte av bilene allerede var tatt ut av bruk i 2. kvartal og hadde en høyere balanseført verdi enn forventede salgspriser på dette tidspunktet, og som medfører at en umiddelbar nedskrivning er påkrevet. I tillegg opplyser selskapet at økte teknologiske krav i kontrakter har redusert bruksverdien for selskapets biler og at dette medfører at avskrivningsperioden for disse må reduseres fra 12 til 10 år.

For det andre opplyser selskapet at det har vist seg at gjennomgangen av nedskrivninger og nedskrivningstester av goodwill utført i 2. kvartal 2016 var ufullstendige og ikke hensyntok en økning i estimerte diskonteringsrenter. Etter å ha gjennomført en oppdatert nedskrivningstest har selskapet konkludert med at det skulle ha regnskapsført ytterligere nedskrivninger av goodwill i Norge og Danmark, i hovedsak grunnet økte krav til WACC.

Konsekvensene av endringene av regnskapene opplyses å være en kombinasjon av nedskrivninger til forventet gjenvinnbart beløp og økte årlige avskrivninger fremover. Summen av de ytterligere nedskrivningene og økte avskrivningene utgjør totalt NOK 242 millioner.

Risiko for covenantbrudd

I likhet med den opprinnelige Q3-rapporten angis det i den restatede Q3-rapporten at Net debt/EBITDA er 4.85x per 30. september 2016, men det gis i tillegg en henvisning til note 3 som nå inneholder en redegjørelse for mulig brudd på covenants. I note 3 omtales risikoen for covenantbrudd som følger:

Bank loan covenants require that the adjusted leverage (calculated as 12 month revolving EBITDA in relation to the Net debt) in respect of any relevant period shall not exceed 5.00:1. The combination of increased investments and decreased EBITDA has led to the leverage approaching the maximum covenant level (4.85x as of 30 September 2016), and the company risks breaching the maximum covenant of 5.0x over the coming quarters. A covenant breach is expected to result in a significant increase in financing cost and disruption of management focus on operational improvements.

3.3.17 30. Januar 2017 – Offentliggjøring av tegningskurs i fortrinnsrettsemisjonen

Det avholdes ekstraordinær generalforsamling i selskapet der emisjonen på NOK 350 millioner vedtas. Tegningskursen settes til NOK 1, tilsvarende aksjenes pålydende. Dagen etter ble aksjen handlet uten tegningsrett, og kursen falt 71 %. Kursen fortsatte å falle neste

måned, med et totalt fall på 83,2 % fra 30. januar til 28. februar 2017. I perioden ble det omsatt 68 millioner aksjer til samlet omsetningsverdi NOK 86 millioner, fordelt på 6 000 handler.

Samlet falt kursen 95,6 % fra 15. august 2016 til 28. februar 2017. I perioden ble det gjennomført ca. 23 000 handler til omsetningsverdi NOK 360 millioner.

3.3.18 1. mai 2017 – Offentliggjøring av børsmelding

I børsmeldingen opplyses det bl.a. om ytterligere tapsavsetninger på NOK 240 millioner før skatt for 1. kvartal 2017. Begrunnelsen er tapsbringende kontrakter. Videre opplyses det at selskapet grunnet nåværende handel og kapitalstruktur venter å sannsynligvis være i brudd med de finansielle covenants i løpet av 2. kvartal 2017.

4. RETTLIG GRUNNLAG

Verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd lyder:

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

Verdipapirhandelloven § 3-2 første til tredje ledd lyder:

(1) Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

(2) Med presise opplysninger menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.

(3) Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.

Verdipapirhandelloven § 5-3 første og annet ledd lyder:

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

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

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

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

5. BØRSENS VEDTAK

Oslo Børs' styre fattet 14. juni 2017 vedtak som referert under punkt 1.

Børsen behandler forholdene knyttet til risikoen for brudd på finansielle covenants, "restatement" av kvartalsrapportene for 2. og 3. kvartal 2016, som innebar nedskrivninger og tapsavsetninger på NOK 242 millioner (EBIT), og beslutningen om å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon hver for seg.

5.1 Risiko for brudd på finansielle covenants

5.1.1 Innledning

Børsen viser til at det i børsmeldingen 19. desember 2016 ble varslet at selskapet ventet en ytterligere økning av NIBD/EBITDA-ratioen grunnet økte investeringer i kombinasjon med marginutviklingen i selskapet. Det ble også opplyst at selskapet anså det utfordrende ikke å overstige grensen på 5,00 i finansielle covenants, med mindre det ble gjennomført en fortrinnsrettsemisjon.

Børsen vurderer det slik at risikoen knyttet til brudd på finansielle covenants, herunder selskapets vurdering av risikoen, utgjør en begivenhet som kan utgjøre innsideinformasjon. Børsen viser til at brudd på finansielle covenants, eller at låntaker nærmer seg brudd, er en indikasjon på at låntakers evne til å nedbetale lånet er svekket.

5.1.2 Presise opplysninger

Børsen mener risikoen for brudd på finansielle covenants senest 8. november 2016 utgjorde en begivenhet som var tilstrekkelig spesifikk til å trekke en slutning om den mulige kurspåvirkningen knyttet til dette forholdet, jf. verdipapirhandelloven § 3-2 (2).

Børsen viser til at risikoen for covenantbrudd hadde økt gjennom høsten 2016, og at risikoen var tema i revisjonsutvalget allerede 9. august 2016. Børsen viser videre til at revisor anbefalte revisjonsutvalget og styret å vurdere om dette fikk implikasjoner for selskapets rapporteringsplikt overfor Oslo Børs. Børsen viser også til det som ble protokollert fra styremøtet 15. august, sitert under punkt 3.3.

Videre viser børsen til styrets vurdering av risikoen den 30. september 2016, og beskriver styrets vurdering slik at situasjonen var alvorlig. Børsen mener likevel det ikke er klart om selskapet på dette tidspunktet fortsatt avklarte forholdet. Børsen mener at det derimot den 8. november var klart at risikoen for brudd på finansielle covenants ikke var forbigående eller kunne løses alene ved interne tiltak, eksempelvis kostnadsbesparelser, men at det måtte foretas eksterne tiltak for å finne en langsiktig løsning på problemet. Børsen mener det også var klart at bankene ikke ville bidra til en løsning som reduserte selskapets risiko for covenantbrudd ut over 4. kvartal 2016. Børsen uttaler at selskapets alternativer for avhjelpende tiltak var begrenset til slike som ville ha betydelige konsekvenser for selskapet og aksjonærene.

Børsen påpeker at selv om det forelå usikkerheter knyttet til prognosene for covenantbrudd, og at enkelte av usikkerhetene lå utenfor selskapets kontroll, endrer ikke det børsens vurdering av at det forelå presise opplysninger. Børsen viser til at det ved vurderingen av slik

risiko normalt vil foreligge usikkerhetsmomenter helt frem til målingen av covenants gjennomføres. Børsen mener det sentrale i saken er at selskapet, basert på prognosene, vurderte risikoen som så konkret og alvorlig at det var nødvendig å gjennomføre tiltak for å være sikker på at selskapet ikke brøt covenants.

Børsen kan vanskelig se at opplysningene om risiko for brudd i børsmeldingene 19. desember 2016 var vesentlig annerledes enn forventningene selskapet hadde 8. november, som utløste behov for å gjennomføre avhjelpende tiltak. Børsen endrer ikke sitt syn selv om selskapet 8. november ikke hadde avklart hvilke avhjelpende tiltak som skulle gjennomføres. Børsen viser til at selskapet satt med kunnskap om at bankene ikke ville avhjelpe situasjonen ut over 4. kvartal 2016, og at selskapets avslag på "waiver" for 4. kvartal konkretiserte risikoen ytterligere.

Børsen presiserer at selskapets fremtidsutsikter ikke må være fullstendige, endelige, ubetingede eller entydige for å kunne utgjøre presis informasjon, forutsatt at de er tilstrekkelige spesifikke til å trekke en konklusjon om den mulige påvirkningen på kursen. Børsen viser til at markedet er godt egnet til å håndtere usikkerhet, såfremt forutsetningene for usikkerheten identifiseres, jf. Børsklagenemndens sak 1/2016. Børsen påpeker for øvrig at selv om selskapet uttrykker skepsis til å publisere fremtidsutsikter, inneholdt børsmeldingen 19. desember utsikter knyttet til EBITDA-margin, fremtidige inntekter og kapitalkostnader, som utgjør elementer for beregning av covenant-ratioen.

5.1.3 Opplysningene må ha vært egnet til å påvirke kursen

Børsen mener det er sannsynlig at en fornuftig investor 8. november ville benyttet opplysningene om selskapets vurdering av risikoen for brudd på covenant og selskapets tilgjengelige alternativer for å unngå brudd, som en del av beslutningsgrunnlaget for sin investeringsbeslutning. Børsen mener det var klart at selskapet ikke bare hadde en konstatert risiko for å bryte med covenants på dette tidspunktet, men at risikoen for brudd fremsto som høy dersom det ikke ble iverksatt særskilte tiltak.

Børsen viser til at låneavtalen hvor finansielle covenants var inntatt, var selskapets sentrale finansieringskilde. Børsen legger til grunn at et sannsynlig utfall av brudd ville være at låneavtalene måtte reforhandles, noe som med stor sannsynlighet ville ha medført betydelige økte finansielle kostnader. Børsen påpeker at dette angis i investorpresentasjonen vedlagt børsmeldingen 19. desember 2016. Børsen viser videre til bankenes betingelser for å akseptere en midlertidig "waiver", og at selskapets handlingsalternativer for å unngå brudd 8. november 2016 var kraftig begrenset, noe som økte kurspåvirkningspotensialet.

5.1.4 Opplysningene var ikke offentlig tilgjengelig eller kjent

Børsen mener selskapet hadde opplysninger som ikke var kjent i markedet, og som derfor ikke kunne inngå i markedets vurdering av risikoen for covenantbrudd. Børsen nevner selskapsspesifikke forhold som inngikk i prognosene for NIBD/EBITDA-ratio. Børsen legger til grunn at selskapets vurdering av risikoen for covenantbrudd av denne grunn var presumtivt mer presis enn markedets vurdering av risikoen. Børsen viser også til selskapets egen beskrivelse av beregningen av NIBD/EBITDA-ratio, inntatt i børsens vedtak punkt 6.3.4. Børsen mener redegjørelsen illustrerer hvor vanskelig det er for markedet å kunne vurdere risikoen på samme måte som selskapet. Børsen påpeker at definisjonen av EBITDA (som ikke var kjent i markedet) i redegjørelsen viser til både Adjusted EBITDA og Pro Forma EBITDA, og fordi markedet f.eks. ikke kjenner selskapets budsjetter og prognoser.

Børsen påpeker også forskjellen mellom analyser utarbeidet av Carnegie 17. august 2016 og DNB Markets 18. oktober 2016 for utviklingen i selskapets risiko for covenantbrudd,

sammenlignet med selskapets egne prognoser for samme tidsrom.

Børsen uttaler, som svar på klagers anførsler til børsens forhåndsvarsel om vedtak, at rapporteringen om covenant-terskelen i seg selv ikke gir informasjon til markedet om risikoen fremover, ettersom forverringene kan skyldes engangseffekter. Selskapet hadde vist til at kvartalsrapportene for 2. og 3. kvartal 2016 viste at man nærmet seg terskelen for covenantbrudd. Børsen viser også til selskapets forklaring på covenantuiklingen som ble gitt, der det ble vist til investeringer som begrunnelse for forverringen i NIBD/EBITDA-ratioen.

Børsen mener det må skilles mellom det forhold at en risiko objektivt kan konstateres, og selskapets egen vurdering av risikoen fremover. Børsen mener informasjonsplikt normalt vil foreligge når det er kvalifisert asymmetri mellom hva markedet kan slutte seg til basert på offentlig tilgjengelig informasjon, og selskapets vurderinger basert på informasjon selskapet sitter på. Børsen uttaler videre at vurderingen av når informasjonsplikt inntreir påvirkes av hva selskapet selv har kommunisert til markedet. Børsen mener at selskapet i Q2-rapporten og den opprinnelige Q3-rapporten ikke ga markedet mulighet til å foreta en forsvarlig vurdering av risikoen for covenantbrudd.

Børsen viser til at selskapet gradvis oppdaterte egne prognoser fra august til november 2016, men ikke kommenterte utviklingen i NIBD/EBITDA-ratioen i kvartalsrapportene, og ga heller ikke informasjon om utviklingen i ratioen etter 30. september (Q3-rapporten ble fremlagt 9. november).

Børsen mener selskapet går for langt i å legge ansvaret på markedet representert ved en fornuftig investor, ved å hevde at disse kunne sammenstille fragmenter av informasjon over en lang tidsperiode, slik at selskapet ikke hadde informasjonsplikt. I lys av formålet med forbudet mot innsidehandel og kravet til at opplysningene ikke er offentlig kjent, mener børsen det ligger et kvalitativt krav om hva som anses å være meddelt markedet. Børsen viser også til markedsmisbruksdirektivets fortale avsnitt 34 for å underbygge dette.

Selskapet anførte i merknadene til forhåndsvarselet at covenantterskelen i låneavtalen til selskapet var formidlet til markedet og at rekkevidden av et mulig covenantbrudd var beskrevet i noteringsprospektet datert 28. november 2014. Børsen mener at utsteder i sin alminnelighet ikke fritas fra plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon fordi profesjonelle aktører evner å sette sammen de ulike informasjonselementene som samlet kan utgjøre innsideinformasjon. Børsene mener det relevante må være om markedet representert ved en fornuftig investor som sådan kan anses å ha fått informasjonen. Børsen karakteriserer fragmentene av informasjon selskapet viser til som ufullstendig, unøyaktig og lite tilgjengelig.

Avslutningsvis understreker børsen at analytikerens vurdering eller omtale av et forhold som utgjør innsideinformasjon for utsteder, ikke i seg selv innebærer at informasjon om det aktuelle forholdet er offentlig tilgjengelig. Børsen uttaler generelt at utsteder ikke kan la være å rapportere eller informere om informasjonspliktige forhold basert på at analytikerens vurderinger samsvarer med utstederens vurderinger.

5.2 "Restatements" av selskapets delårsresultater for 2. og 3. kvartal 2016

5.2.1 Presise opplysninger

Børsen mener at selskapet gjennom høsten 2016 gradvis ble klar over omfanget av forholdene som ledet til endringene av selskapets regnskaper for 2. og 3. kvartal, som svekket selskapets resultat med totalt NOK 242 millioner. Børsen anser et konstatert tap på NOK 242 millioner for presise opplysninger etter verdipapirhandelloven § 3-2 annet ledd. Børsen er ikke enig med selskapet, når selskapet i merknadene til forhåndsvarselet anfører at endringene av

regnskapene først utgjorde presise opplysninger når endringene ble besluttet av selskapet.

Børsen viser til at gjennomgangen av avskrivningsprofilen ble startet i juni 2016 og en fornyet gjennomgang av kontraktsporføljen ble startet i august 2016. Børsen mener hendelsesforløpet viser at prosessen ble startet uavhengig av emisjonsprosessen og at anslag som lå tett opptil de endelige tallene forelå før emisjonen ble besluttet. Børsen viser til at estimater om potensielle nedskrivninger ble sendt Carnegie allerede 9. november 2016, mens styret først 18. november 2016 formelt besluttet å gå videre med forberedelsene til emisjonen.

Børsen påpeker at selv om tallene som ble oversendt Carnegie var foreløpige anslag, mener børsen at det på dette tidspunktet, 9. november 2016, var sannsynlig for selskapet at det måtte foretas nedskrivninger og avsetninger av en størrelse som ikke kan anses å være normale justeringer i forbindelse med ordinær regnskapsrapportering. Børsen mener dette til tross for at anslagene ikke var endelig kvantifisert, ble vurdert som noe usikre og at man hadde behov for å bearbeide disse ytterligere.

Børsen mener videre det har begrenset relevant og vekt om selskapet fremskyndet arbeidet med å ferdigstille tallene som følge av arbeidet med fortrinnsrettsemisjonen. Børsen oppsummerer med å vise til at arbeidet med estimatene 9. november 2016 hadde pågått over lang tid og at de endelige tallene avvek lite fra beregningene. Børsen mener dette tilsier at selskapet 9. november må ha hatt en erkjennelse av at ikke ubetydelige nedskrivninger og tapsavsetninger måtte gjennomføres, og at det var sannsynlig at selskapet ville måtte foreta nedskrivninger og tapsavsetninger som ville påvirke regnskapene for 2. og 3. kvartal negativt.

5.2.2 Opplysningene må ha vært egnet til å påvirke kursen

Børsen mener kurspåvirkningspotensialet til nedskrivningene og tapsavsetningene var betydelig, og viser til at da den opprinnelige Q2-rapporten inneholdt opplysninger om nedskrivninger og tapsavsetninger på NOK 249,9 millioner, falt kursen 28,6 % fra 16. til 19. august 2016.

5.2.3 Opplysningene var ikke offentlig tilgjengelig eller kjent

Børsen mener opplysningene om mulige, ytterligere nedskrivninger og tapsavsetninger ikke var kjent i markedet. Børsen ser at muligheten for endring av avskrivningstid er omtalt i den opprinnelige Q2-rapporten. Børsen påpeker at omtalen var helt generell og legger til grunn at slik omtale kan gjøre at markedet må ta høyde for at avskrivningsprofilen kan bli endret. Børsen mener imidlertid ikke at en slik generell omtale medfører at sannsynligheten for nedskrivninger og tapsavsetninger slik det fremsto for selskapet 9. november, var kjent for markedet. Børsen mener det forelå en kvalifisert asymmetri mellom markedets og selskapets informasjon, og at vurderingstemaet er den konkrete risikoen som selskapet var kjent med, var allment kjent.

Børsen mener videre at selskapet forsterket asymmetrien ved å utelate omtale av risikoen for at avskrivningsprofilen kunne endres i Q3-rapporten publisert 9. november 2016. Børsen mener dette ga markedet mindre grunn til å forvente en nært forestående endring av avskrivningsprofilen og nedskrivning av bilparken. Børsen understreker også at utstedere ikke fritas for informasjonsplikten om innsideinformasjon på bakgrunn av generell omtale av risiko i tidligere regnskaper og prospekter, men at det relevante er om informasjonen som er gitt til markedet, utligner informasjonen selskapet besitter.

I merknader til forhåndsvarselet viste selskapet til de tidligere nevnte analysenes omtale av risikoen for ytterligere nedskrivninger av goodwill. Børsen bemerker at ingen av analysene fremhever risiko for endret avskrivningsprofil på selskapets anleggsmidler. Børsen mener

videre at det forhold at en generell risiko for fremtidig nedskrivning av selskapets kontrakter er omtalt i analyser, ikke innebærer at informasjon om behovet for å foreta nedskrivninger slik det fremstår for selskapet, er utlignet i markedet. Børsen mener det har en viss relevans at kursmålene i de relevante analysene på ingen måte reflekterte den faktiske kursutviklingen da nedskrivningene og tapsavsetningene ble kjent 19. desember.

Børsen bemerker at selskapet, i sin alminnelighet, ikke kan anses å ha oppfylt sin informasjonsplikt ved at de forhold innsideinformasjonen knytter seg til, og som senere viser seg å inntreffe, er omtalt i analyser fra enkelte meglerhus.

Avslutningsvis viser børsen til det nummererte brevet fra revisor 29. november 2016, der revisor fremhevet viktigheten av å synliggjøre alle forhold knyttet til de aktuelle regnskapsmessige forholdene i prospektet som var under utarbeidelse. Børsen leser dette slik at revisor mente disse forholdene ikke var kjent i markedet. Børsen mener videre at brevet støtter børsens vurdering av at offentliggjøring av nedskrivningene og tapsavsetningene ikke kunne vente til avleggelsen av regnskapet for 4. kvartal.

Børsen påpeker også at selskapet informerte potensielle garantister i perioden 5. til 7. desember 2016 om de kommende endringene i forbindelse med emisjonen. Børsen legger til grunn at selskapet gjorde dette nettopp fordi informasjonen ikke var allment kjent da garantistene ble kontaktet. Børsen kan vanskelig se at informasjonsplikten overfor markedet er en annen enn ovenfor garantistene.

Børsen kommenterer særskilt selskapets anførsel om at det er vanlig markedspraksis å utsette informasjon om regnskapsmessige forhold til ordinær regnskapsavleggelse. Børsen understreker at slike opplysninger kan utgjøre innsideinformasjon, og at utsatt offentliggjøring i så fall beror på om det er grunnlag for utsatt offentliggjøring etter verdipapirhandelloven § 5-3.

5.3 Beslutning om fortrinnsrettsemisjon

Børsen legger til grunn at det forelå innsideinformasjon om beslutningen om å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon fredag 18. november 2016. Børsen er ikke enig med selskapet i at det forelå innsideinformasjon først etter møtet mellom selskapet og dets rådgivere den 21. november 2016. Børsen legger til grunn at styret besluttet å sette i gang forberedende arbeider for en garantert fortrinnsrettsemisjon 18. november, og at denne beslutningen var tilstrekkelig presis til at den utgjorde innsideinformasjon. Børsen kan vanskelig se at det etterfølgende møtet med rådgiverne kunne ha vært avgjørende, og mener videre at beslutningen utgjorde innsideinformasjon selv om det ikke var mulig å fastslå med sikkerhet at selskapet ville lykkes med å gjennomføre emisjonen.

Børsen mener videre at beslutningen var egnet til å påvirke kursen på selskapets aksjer merkbart, og at beslutningen ikke var offentlig tilgjengelig.

Børsen vurderer så om det var grunnlag for utsatt offentliggjøring av innsideinformasjonen. Siden børsen la til grunn at det forelå innsideinformasjon etter børsens stengetid fredag 18. november, skulle børsen vært varslet om dette senest før børsåpning påfølgende dag. Selskapet har anført, for det tilfelle at det anses å foreligge innsideinformasjon fra 18. november, ikke 21. november, at det bør vektlegges at et eventuelt brudd i alle tilfeller har knyttet seg til en kort periode og at bruddet ikke hadde praktiske konsekvenser.

[...]

Videre mener børsen vilkårene for utsatt offentliggjøring har tett sammenheng med vurderingen av selskapets håndtering av den øvrige innsideinformasjonen. Børsen påpeker at siden emisjonen var en direkte konsekvens av forhold som henholdsvis 8. og 9. november utgjorde innsideinformasjon, og siden disse forholdene ikke ble rettidig offentliggjort finner ikke børsen grunnlag for å vurdere om vilkårene for utsatt offentliggjøring av oppfylt 21. november 2016.

5.4 Sanksjon

Etter en totalvurdering og gjennomgang av tidligere praksis i saker om utstederes løpende informasjonsplikt, anser børsen et overtredelsesgebyr på åtte ganger årlig kursnoteringsavgift for å være en passende sanksjon. I vurderingen påpeker børsen at saken gjelder flere informasjonspliktige forhold, en lang periode der markedet har vært uten informasjon og sensitiviteten i opplysningene, illustrert ved den faktiske kurspåvirkningen da opplysningene ble offentliggjort. Børsen viser også til at selskapet valgte å offentliggjøre Q3-rapporten uten å opplyse om forholdene, noe børsen karakteriserer som en villedning av markedet.

Børsen understreker videre at det er nettopp i situasjoner der selskap må håndtere flere forhold som hver for seg er innsideinformasjon, at de må utøve korrekt informasjonshåndtering og løpende vurdere når et forhold kan utgjøre innsideinformasjon. Børsen mener selskapet har vist en manglende forståelse av hva som utgjør innsideinformasjon, og vurderer overtredelsene som alvorlige.

6 KLAGERS ANFØRSLER

6.1 Generelt

Klager mener børsens vedtak er ugyldig som følge av at det bygger på uriktig faktum og uriktig rettsanvendelse. Subsidiært anfører klager at skjønnsutøvelsen ved fastsettelsen av overtredelsesgebyret er for streng.

Generelt understreker klager at børsens vurderinger etterlater uklarhet om vurderingene i vedtaket er knyttet til presiseringene i definisjonen av innsideinformasjon i verdipapirhandelloven § 3-2 annet og tredje ledd. Særlig fremheves det at børsen gjennomgående vurderer om opplysningene er «presise» på gitte tidspunkter, uten å vurdere de konkrete vilkårene i verdipapirhandelloven § 3-2 annet ledd. Klager har også en omfattende, generell gjennomgang av vilkårene i verdipapirhandelloven § 3-2.

I tillegg understreker klager viktigheten av å bedømme relevante forhold på grunnlag av faktum som knytter seg direkte til disse, og ikke å legge vekt på etterfølgende omstendigheter i selskapet. Klager viser særlig til vedtaket s. 13-14 i denne sammenheng.

For øvrig opprettholder klager argumentasjonen fremsatt i selskapets svar til børsens forhåndsvarsel om vedtak, datert 5. mai 2017. Det redegjøres også for denne argumentasjonen i det følgende.

6.2 Risiko for brudd på finansielle covenants

6.2.1 Uriktig faktum

Klager er ikke enig med børsen i at selskapet 8. november 2016 konkluderte med at tiltak i lys av risikoen for covenantbrudd måtte gjennomføres. Klager mener børsens konklusjon i vedtaket s. 20, om at selskapet, basert på egne prognoser, vurderte risikoen for covenantbrudd som så konkret og alvorlig at det var nødvendig å gjennomføre tiltak (ut over operasjonelle tiltak på kort sikt) for å være sikker på at selskapet unngikk brudd, mangler holdepunkter i faktum. Klager understreker at børsen bør være varsom med å tillegge selskapet og styret meninger som ikke fremgår av det faktiske materialet, siden saken involverer strenge sanksjoner.

Selskapet mener at det man konkluderte med 8. november var at det var en risiko for brudd på covenants ved utløpet av 2. kvartal 2017, og at man ønsket å utrede alternativer for å adressere dette. Klager mener det er en kortslutning å konkludere med at det at selskapet besluttet å utrede måter å adressere en risiko på, betyr at risikoen i seg selv utgjør spesifikk informasjon. Klager hevder videre at beslutningen om å utrede alternativer ikke innebar at det var trolig at et dramatisk tiltak som ville bli gjennomført, eller at noe tiltak overhodet ville bli gjennomført. Klager understreker at 8. november var det fortsatt slik at selskapet utredet flere alternativer, og også mer kortsiktige løsninger var aktuelle dersom langsiktige løsninger ikke var attraktive. Klager viser til styreprotokollen fra møtet, og siterer følgende:

The company is not in breach of the covenant today, and the board instructed the administration, with support from the chairman, to consider different alternatives and find sustainable solutions with sufficient flexibility for the company to pursue long term refinancing of current loan agreements as they expire in 2019.

Under henvisning til børsens sitat fra styreprotokollen, inntatt under punkt 3.3, anfører klager at styret "emphasized the seriousness [...] and how to resolve the covenant issue" for å sikre at ledelsen fulgte opp forholdet på en betryggende måte. Klager viser til at projeksjonene ikke viste noen umiddelbar fare for å gå i brudd, og også til at diskusjoner etter 8. november viste at prognosene var mindre dramatiske enn forutsatt.

Klager anfører videre at børsen feilaktig legger til grunn at det etter 8. november ikke lenger var et alternativ å gå til bankene for å få en "waiver" knyttet til finansielle covenants. Klager mener dette ikke er korrekt. Klager viser til at selskapet ikke fant bankenes tilbud om "waiver" interessant, ettersom tilbudet kun knyttet seg til 4. kvartal 2016, og selskapet ifølge prognosene ikke ville ha behov for en "waiver" på det tidspunktet. Selskapets beslutning om å utrede alternative tiltak 8. november 2016 hadde sin bakgrunn i et ønske om å oppnå en langsiktig løsning for perioden der de foreløpige prognosene tilsa en risiko for brudd på covenants. Selskapet påpeker også at dette var relevant for at selskapet skulle være best mulig rustet til forhandlinger om en ny fasilitet til erstatning for den som forfaller i 2019.

Klager anfører at det fortsatt var et alternativ å gå tilbake til bankene for å forhandle om en "waiver" i 2017, dersom det skulle være behov for det. Klager viser til e-post 10. november (sitert og omtalt under punkt 3.3.8), for å illustrere at det var flere alternativer som ble vurdert, som var lite inngripende for aksjonærene. Det er også fremlagt en e-post 14. november 2016 fra et av styrets medlemmer til selskapets CFO, med kopi til CEO og styret, der det fremheves at factoring kunne være et mer attraktivt alternativ enn den oppkjøpsfinansieringen selskapet hadde.

I tillegg anfører klager at de prognosene for risiko for brudd på covenantbrudd som ble utarbeidet, bygget på usikre og foreløpige forutsetninger. Forutsetningene kunne også endres for å unngå covenantbrudd. Forutsetningene gjaldt utbyttebetaling på NOK 50 millioner og implementering av kostnadsreduksjons- og effektiviseringsprogrammet (CREP) som ble vedtatt etablert 30. september 2016 og innarbeidet i selskapets budsjett vedtatt 8. desember 2016. Klager har utarbeidet en prognose ut 2019 der disse tallene er hensyntatt, som viser at man da ikke på noe tidspunkt vil være i brudd med covenanten. Klager understreker at 8. november var CREP allerede besluttet implementert, og styret hadde god tid til å vurdere å endre utbyttepolicyen før andre kvartal 2017.

Oppsummert mener klager både at prognosene som ble presentert for styret 8. november ikke var så alvorlige som børsen legger til grunn, i tillegg til at prognosen tok utgangspunkt i lite

spesifikke diskusjoner om et høyst usikkert utfall 8 måneder frem i tid i et status quo-scenario.

Klager hevder uansett at risikoen for covenantbrudd var offentlig kjent. Dette ble berørt i selskapets merknader til børsens forhåndsvarsel, der det ble vist til informasjon om finansielle covenants, og betydningen av å bryte disse, inntatt i noteringsprospektet 28. november 2014. Det er også vist til covenants i notene til årsregnskapet for 2015. Den faktiske ratioen som var relevant for covenantmålingen ble offentliggjort kvartalsvis. I klagen anfører selskapet at unnlattelse av å gjenta offentlig informasjon ikke betyr at den ikke lenger er offentlig, og mener det er uklart hva børsen har ment når den viser til at selskapets informasjon har vært ufullstendig, unøyaktig og lite tilgjengelig.

Selskapet viste i merknadene til forhåndsvarselet også til omtalen av finansielle covenants i analyser fra henholdsvis Carnegie og DNB 17. august og 18. oktober 2016. I klagen fremgår det at selskapet er enig med børsen i at omtale i analyserapporter ikke i seg selv medfører at informasjonen er offentlig tilgjengelig, men viser til at det forhold at risikoen faktisk er omtalt av analytikerne illustrerer at informasjonen var offentlig tilgjengelig.

6.2.2 Uriktig rettsanvendelse

Klager mener det er noe uklart hvilke faktiske forhold børsen mener utgjorde innsideinformasjonens underliggende begivenhet eller omstendighet. Selskapet antar og forutsetter at børsen sikter til at det forelå en informasjonspliktig opplysning om en inntruffet begivenhet 8. november 2016, og at denne begivenheten var styrets vurdering av risikoen for fremtidige brudd på finansielle covenants.

I merknadene til forhåndsvarselet understreker klager at prognosene som forelå 8. november var usikre og inneholdt et betydelig element av skjønn. Gitt de alvorlige konsekvensene av et eventuelt covenantbrudd, hadde styret plikt til å forholde seg til situasjonen og vurdere handlingsalternativer. Dette betyr imidlertid ikke at selskapet på dette tidspunktet hadde kunnskap om at det faktisk ville havne i brudd. Klager viser også til børsens vurderinger i Børssirkulære 4/2003 om selskapers kommentarer om egne fremtidsutsikter. Klager viser til at sirkulæret viser utfordringer for selskapet når det gjelder fremtidsutsikter – de kan villede markedet og innebære en plikt til løpende å korrigere bildet. Har man ikke tidligere sagt noe om fremtidsutsiktene, bør det være opp til selskapet å vurdere om utsiktene er tilstrekkelig funderte og pålitelige til å meddele markedet.

Klager anfører at selskapet den 8. november løp en betydelig risiko for å villede markedet, fordi man på det aktuelle tidspunktet ikke hadde visshet om når eller om et eventuelt covenantbrudd ville inntre eller hvordan dette ville bli håndtert.

I klagen har selskapet også sett seg nødt til å kommentere børsens rettsanvendelse under forutsetning av at børsen mener at det var et fremtidig forhold som utgjorde innsideinformasjonens underliggende faktiske forhold. Selskapet mener at det den 8. november 2016 ikke var rimelig grunn til å vente, i betydningen sannsynlighetsovervekt, verken at selskapet ville bryte finansielle covenants eller at styret ville treffe vedtak som ville utgjøre informasjonspliktig innsideinformasjon. Selskapet gjentar at det man hadde var usikre prognoser som viste et mulig brudd om ca. 8 måneder. Klager anfører at dette snarere enn sannsynlighet kan karakteriseres som en mulighet. Klager gjentar også anførselene knyttet til mulighetene for å endre forutsetningene for prognosene ved å unnlate å betale utbytte og innarbeide CREP-effektene.

I tilknytning til spesifikasjonskriteriet i presisjonsvilkåret, anfører klager at det ikke forelå opplysninger som det var mulig å trekke en slutning fra den 8. november 2016. Selskapet

viser til anførselene om uriktig faktum i klagen punkt 3.1. Klager mener det dreide seg om generelle diskusjoner i styret om dagens situasjon og mulige fremtidige alternativer, i samsvar med god styreskikk.

Klager anfører videre at kurspåvirkningsvilkåret ikke er oppfylt. Selskapet viser til at en børsmelding om at styret vurderte alternativer, som markedet etter alt å dømme forventet, for å håndtere en allment kjent situasjon, ikke ville ha påvirket kursen. Klager mener en melding om dette ikke ville sagt noe mer enn det selvsagte, nemlig at styret diskuterer og utreder muligheter i lys av at siste covenantmåling viste at terskelen for brudd var nærmere enn før.

Når det gjelder utilgjengelighetsvilkåret, viser klager til at de ikke er enig i børsens beskrivelse av at selskapet mente det var en alvorlig og konkret risiko for brudd på covenants som gjorde det nødvendig å gjennomføre tiltak som ville ha betydelige konsekvenser for aksjonærene. Klager fastholder under enhver omstendighet at risikoen for brudd, slik selskapet så det, ikke var mer konkret og alvorlig enn det markedet for øvrig kunne få innsikt i ved å sammenstille offentlig tilgjengelige opplysninger.

Klager mener børsen synes å innfortolke et kvalitativt krav til hva som anses å være meddelt markedet, under henvisning til markedsmissbruksdirektivet. Klager mener tolkningen åpenbart er uriktig, og viser til at det er sikker rett at det ikke stilles noen som helst krav til hvordan en opplysning er gjort offentlig tilgjengelig eller allment kjent for at den skal miste mulighet til å være insideinformasjon.

Klager kommenterer så børsens uttalelse om at utsteder i sin alminnelighet ikke fritas fra plikten til å offentliggjøre insideinformasjon fordi profesjonelle aktører evner å sette samme ulike informasjonselementer som samlet kan utgjøre insideinformasjon, og at det relevante er om markedet representert ved en fornuftig investor som sådan kan anses å ha fått informasjonen. Klager mener det er tre feil ved uttalelsen.

For det første mener klager at børsen synes å mene at markedet representert ved en fornuftig investor, er noe annet enn det børsen omtaler som "profesjonelle aktører". Klager påpeker at det synes som om børsen mener den fornuftige investor ikke har kompetanse til å sammenstille den offentlig tilgjengelige informasjonen.

For det andre mener klager at det avgjørende ikke er om markedet ved den fornuftige investor har "fått" informasjonen, men om den er offentlig tilgjengelig. Klager viser til at den viktige informasjonskonkurransen ville blitt svært skadelidende dersom det avgjørende var om den enkelte investor har "fått" opplysningene.

For det tredje viser klager til at børsens uttalelse om at dersom tilgjengelige opplysninger er ufullstendig, unøyaktig og lite tilgjengelig, vil sammenstillingen av dem ikke nødvendigvis anses å være en offentlig tilgjengelig opplysning. Klager viser til markedsmissbruksdirektivets fortale avsnitt 31, der det fremgår at "[r]esearch and estimates developed from publicly available data should not be regarded as inside information".

Samlet påpeker klager at det kan synes som om børsen innfortolker et subjektivt element i utilgjengelighetsvilkåret, der det avgjørende er om selskapet måtte forstå at opplysningene ikke var tilstrekkelig tilgjengelig. Klager anfører at dette er kategorisk avvist i norske forarbeider. Klager viser også til sammenhengen med handleforbudet, der en iherdig investor som oppsøker, bearbeider og handler på grunnlag av det som i realiteten er offentlig tilgjengelig informasjon, vil risikere fengselsstraff for overtredelse av forbudet mot å handle på grunnlag av insideinformasjon.

6.3 "Restatements" av selskapets delårsresultater for 2. og 3. kvartal 2016

6.3.1 Uriktig faktum

Klager mener børsen misforstår styreprotokoller og utkast til investorpresentasjoner når det gjelder nedskrivninger og avskrivninger. Klager har, som nevnt under punkt 3.3, påpekt at selskapet ikke kjenner seg igjen i uttalelser gjengitt i media knyttet til nedskrivninger og avskrivninger i forbindelse med Q2-rapporten.

Klager viser til at det fremgår fra møter i revisjonsutvalget og styret den 8. november 2016 at arbeidet med å gjennomgå selskapets bilpark og kontrakter fortsatt pågikk og at det ville bli tatt en vurdering før årsslutt. Klager anfører at det på dette tidspunktet ikke forelå foreløpige tall eller konkrete vurderinger av hvilke prinsipper man ville anvende. Klager bekrefter at dette ikke ble omtalt i Q3-rapporten, men at det var nettopp fordi arbeidet pågikk og det ikke var mulig å forutse hvilke konklusjoner arbeidet ville resultere i. I denne forbindelse understreker selskapet kompleksiteten i å vurdere verdien av en bilpark som den selskapet har, på ca. 1 200 kjøretøy med ulik alder mv. Klager mener børsens vurderinger synes å være preget av at børsen ikke har hatt informasjon om særegenhetene som gjør seg gjeldende ved gjennomgang av avskrivningsprofilen, bilparken og kontraktene i et selskap som det klageren er, og hvor komplekst dette arbeidet var.

Klager anfører videre at vurderingen av goodwill er høyst skjønnsmessig og innebærer sammenligning av nåverdien av forventet inntektsstrøm etter skatt med investert kapital i den relevante virksomhetsdelen. Diskonteringsrenter vil være en del av vurderingen, og små endringer i denne vil gi store utslag i goodwillvurderingen. Klager anfører at arbeidet med å vurdere goodwill ikke hadde nådd et punkt 9. november 2016 der man hadde noen formening om hvilken goodwillnedskrivning som eventuelt ville finne sted.

Klager mener børsen tar feil når den legger til grunn at det forelå en prognose 9. november 2016 for verdivurderingen av bilpark og goodwill. Under henvisning til det som er protokollert fra styremøtet 8. november 2016, se klagen punkt 4.1.3, mener klager det er en pågående og usikker prosess med å utrede faktum og teste forutsetninger. I tillegg fremheves usikkerhetene i simuleringene. Klager anfører at det ikke forelå noen tall med hensyn til nedskrivninger i styrematerialet. Selskapet påpeker at det er riktig at selskapets administrasjon dagen etter utarbeidet en simulering av mulige effekter der det ble lagt inn forutsetninger om nedskrivninger. Klager hevder disse ikke var prognoser, men hypotetiske tall. Klager gjentar kompleksiteten i en nedskrivningsvurdering, og anfører at effektberegningen fra ledelsen har lite til felles med en slik vurdering. Klager understreker at de tallene som ble oversendt Carnegie 9. november 2016 ikke var annet enn den overordnede effektberegningen, og ikke prognoser eller konklusjoner. Klager bemerker at tallene heller ikke fremgår av noe annet dokument som berører nedskrivningsvurderinger.

Klager viser til at de tallene man endte opp med, var samlede nedskrivninger og avskrivninger på NOK 242 millioner, der NOK 23 millioner var knyttet til endret avskrivningstid, mens NOK 219 millioner var nedskrivninger. Klager nevner at børsen omtaler dette som noe som ikke er en "vesentlig endring", og understreker behovet for at situasjonen 9. november 2016 vurderes uavhengig av det som skulle skje senere. Klager mener det ikke er holdepunkter for å legge til grunn at det "må ha vært sannsynlig for Selskapet at de måtte foreta nedskrivninger og avsetninger av en slik størrelse" og "Selskapet må ha hatt en erkjennelse av at ikke ubetydelige nedskrivninger og tapsavsetninger måtte gjennomføres" (vedtaket punkt 7.3.2). Selskapet påpeker at styret dagen før har notert i referatet at arbeidet er i prosess og at man vil diskutere resultatet og premisene for dette på et senere tidspunkt. Selskapet påpeker videre at simuleringene som ble oversendt Carnegie ikke var blitt forelagt styret, og det heller ikke hadde funnet sted noen diskusjon mellom styret og ledelsen om innholdet i og premisene for

slike simuleringer.

Klager mener anførselen om at det dreide seg om hypotetiske tall underbygges av at de to størrelsene, tap på bilparken og nedskrivning av goodwill, var gitt like størrelser (NOK 150 millioner). Resultatet 16. desember 2016 ble nedskrivninger på NOK 71 millioner for bilparken og NOK 148 millioner i goodwill. Klager mener derfor det ikke er riktig at de endelige tallene avvek lite fra tallene som ble benyttet i oppstillingen 9. november og i utkastet til investorpresentasjon datert 14. november, slik børsen har karakterisert det.

Når det gjelder revisors brev 29. november, påpeker klager at det ikke ville være naturlig for revisor å anmode om at arbeidet intensiveres dersom man mente prosessen var kommet så langt at man var nær å ha en sannsynlig konklusjon.

I følge klager ble de første tallene presentert for styret i anledning revisjonskomiteens møte 1. desember 2016. Her ble det antydnet nedskrivninger av bilparken på NOK 60 millioner og goodwill på NOK 150 millioner. Av protokollen fremgår det at dette var et resultat av intensivt arbeid de siste dagene. Klager anfører at det også på dette tidspunktet dreier seg om en pågående prosess, der ledelsen blir bedt om å fremskaffe tilstrekkelig grunnlag for styret. I styremøte samme dag blir enkelte tall presentert indirekte for styret, gjennom utkastet til investorpresentasjon i forbindelse med fortrinnsrettsemisjonen. Klager anfører at det var tatt inn omtrentlige tall på NOK 230-250 millioner som ble omtalt som potensielle nedskrivninger og avskrivninger.

Klager viser videre til at heller ikke i styremøte 8. desember ble avskrivninger og nedskrivninger behandlet av styret. Møtet gjaldt budsjettet og emisjonen, og klager mener det er grunn til å merke seg at ned- og avskrivningene ikke var inkludert i budsjettet som ble vedtatt 8. desember. Klager påpeker at budsjettet som kjent skal inneholde den mest sannsynlige profilen, og mener det har formodningen mot seg at det børsen mener er innsideinformasjon, ikke er med i budsjettet.

6.3.2 Uriktig rettsanvendelse

Klager anfører, i relasjon til presisjonsvilkåret, at det ikke var rimelig grunn den 9. november 2016 til å vente noe om hvilke nedskrivninger og tapsavsetninger som eventuelt ville inntreffe, og det gjensto et betydelig arbeid før man var kommet tilstrekkelig langt. Klager anfører at det forhold at vurderingen hadde stått på agendaen over tid, ikke i seg selv betyr at man har kommet til et stadium hvor et utfall fremstår som sannsynlig.

Når det gjelder spesifikasjonskriteriet, anfører selskapet at det dreide seg om en pågående prosess med å utrede faktum og teste forutsetninger, og at opplysninger om dette klart nok ikke kan være tilstrekkelig spesifikke til at en fornuftig investor kunne slutte noe om forholdets kurspåvirkning. Klager mener dette støtes av at simuleringene var basert på forutsetninger styret ikke hadde tatt stilling til, og av at beløpene i prognosene varierte i så stor grad sammenlignet med de endelige tallene. Klager mener prosessen den 9. november ikke hadde nådd et punkt der det var forsvarlig å danne seg et bilde av et sannsynlig utfall av vurderingene, og en eventuell børsmelding måtte ha inneholdt mange motstridende beskjeder til markedet om en rekke eventualiteter.

Til kurspåvirkningsvilkåret understreker klager at det relevante vurderingstemaet er opplysningene som forelå 9. november 2016, og som nevnt over ville en eventuell børsmelding vært så forbeholden at det ikke ville vært sannsynlighetsovervekt for at en slik melding ville resultert i kurspåvirkning.

Klager fastholder at forholdet var omtalt i Q2-rapporten, og således var offentlig tilgjengelig informasjon. Klager er enig med børsen i at omtalen er generell, men mener i motsetning til børsen at dette var i samsvar med situasjonen den 9. november 2016. Når det gjelder Q3-rapporten, påpeker selskapet at det fortsatt arbeidet med å utrede faktum og teste forutsetninger, slik at det ikke var grunn til å omtale risikoen for at nedskrivningsprofilen eller goodwill kunne endres. Det forelå ingen nye faktiske forhold som endret fremstillingen i Q2-rapporten.

6.4 Beslutning om fortrinnsrettsemisjon

6.4.1 Uriktig faktum

Klager understreker at også etter møtet mellom selskapet, Carnegie og Thommessen 21. november med oppstart kl. 12:00 var meget usikkert om det ville bli gjennomført en emisjon. Klager påpeker at dette var avhengig av at man oppnådde enighet med et garantikonsortium om vilkår som var akseptable for selskapet.

6.4.2 Uriktig rettsanvendelse

Igjen mener klager at det er uklart hva som er insideinformasjonens underliggende begivenhet eller omstendighet. Under forutsetning av at det er opplysningen om den fremtidige garanterte fortrinnsrettsemisjonen som er begivenheten/omstendigheten, anfører klager at det ikke den 18. november 2016 var rimelig grunn til å vente at en slik garantert fortrinnsrettsemisjon ville inntreffe.

Med henvisning til spesifikasjonskriteriet i presisjonsvilkåret, ønsker klager å påpeke at det kan være vanskelig å trekke en klar grense i trinnvise prosesser for når man beveger seg fra en foreløpig fase og over til en konkret fase hvor informasjonen er tilstrekkelig spesifikk. Klager mener kick-off møtet 21. november markerte overgangen fra foreløpig fase til konkret fase, og at informasjonen om emisjonen ikke var tilstrekkelig spesifikk til å utgjøre insideinformasjon før dette tidspunktet.

Klager mener videre kurspåvirkningsvilkåret ikke er oppfylt, fordi klager mener spesifikasjonskriteriet ikke er oppfylt – siden opplysningene ikke før 21. november var tilstrekkelig spesifikke til at en investor ville kunne trukket en slutning om opplysningenes kurspåvirkningspotensiale, mener klager investoren heller ikke ville tatt opplysningene med som del av sitt investeringsgrunnlag.

Klager er enig med børsen i at opplysningene om fortrinnsrettsemisjonen ikke var offentlig tilgjengelige.

Når det gjelder spørsmålet om utsatt offentliggjøring, anfører selskapet at det ikke har brutt sin informasjonsplikt siden det tok kontakt med børsen umiddelbart etter kick-off møtet 21. november. Selskapet anfører at det uansett bør sees hen til at det var tale om en kortvarig periode og at forholdet ikke fikk konsekvenser for hvilken informasjon som faktisk ville ha blitt gitt markedet, siden de materielle vilkårene for utsatt offentliggjøring uansett var oppfylt.

Klager anfører for øvrig subsidiært at den utsatte offentligjøringen også dekket "restatements" av regnskap, ettersom disse var nært knyttet til fortrinnsrettsemisjonen.

6.5 Sanksjonsspørsmålet

Klager anfører subsidiært, som nevnt i punkt 6.1, at skjønnsutøvelsen med hensyn til overtredelsesgebyrets størrelse er for streng.

Klager understreker at saken gjelder en vanskelig bedømmelse av et komplekst faktum og

skjønnsmessige juridiske temaer. Videre understrekes det at selskapet har hatt som intensjon oppfylle sin informasjonsplikt. For øvrig mener klager at selv om børsen trekker frem at det er tale om tre separate forhold, utgjør de i stor grad del av samme sakskompleks og bør derfor sanksjonsmessig bedømmes under ett.

7. BØRSENS MERKNADER TIL KLAGEN

7.1 Risiko for brudd på finansielle covenants

7.1.1 Uriktig faktum

Børsen kan ikke se at det er holdepunkter for at risikoen for covenantbrudd konstatert av selskapet 8. november 2016 kunne løses alene ved interne tiltak. Børsen viser til uttalelse i styreprotokollen om at "[t]he estimates indicates a challenging situation regarding NIBD/EBITDA ratio even if potential alterations are included". Børsen er ikke enig i at de interne e-postene om huskelister for administrasjonen tilsier en annen vurdering, og viser til at dette var tiltak for å sikre seg mot covenantbrudd per 31. desember 2016. Børsen antar at dette har sammenheng med at det sannsynligvis ikke var realistisk å få på plass en langsiktig løsning som kapitalinnhentelse før årsslutt. Børsen mener dette underbygges av at prognosen fremlagt 1. desember 2016 viser at selskapet vil være i brudd med covenants 31. desember, men at det kommenteres at prognosen ikke tar hensyn til det sterke fokuset på de nevnte interne tiltakene.

Børsen mener videre at interne tiltak ikke var tilstrekkelig, underbygges av at styret mellom 8. november og 8. desember avholdt tre styremøter om utredning av alternativer for en langsiktig løsning på covenantrisikoen. Her diskuteres bare fortrinnsrettsemisjon og andre kapitalstrukturmodeller. Til sammenligning viser børsen til at de interne tiltakene tas opp først i møtet 8. desember 2016.

Børsen kan vanskelig se at den enkeltstående e-posten om factoring dokumenterer at factoring var et reelt alternativ for selskapet til å løse situasjonen. Børsen kan ikke se at det er fremlagt dokumentasjon på eller gitt opplysninger om hvordan dette forslaget ble vurdert opp mot covenantrisikoen og øvrige tiltak.

Børsen mener dokumentasjonen viser at man parallelt med å innhente ny egenkapital gjennomførte interne tiltak. Børsen mener dette viser at covenantrisikoen ikke kunne løses gjennom interne tiltak alene.

Når det gjelder punktet om mulige "waivere" fra bankene i 2017, mener børsen at det er riktig å legge til grunn at bankene i november 2016 ikke ønsket å bidra utover 4. kvartal 2016 ettersom tilbudet ikke omfattet en lenger tidsperiode. Selskapet har ikke fremlagt dokumentasjon eller gitt informasjon som viser at det foreligger holdepunkter for at selskapet, i november 2016, anså ytterligere forhandlinger med bankene som et aktuelt alternativ for å løse situasjonen.

Til selskapets anførsel om at enhver informasjon i prognoser var usikre, foreløpige og viste at man ikke ville gå i brudd, påpeker børsen at prognosen 8. november 2017 viste at man ville gå i brudd i 2. og 3. kvartal 2017, og at styreprotokollen fra møtet tilsier at usikkerhetene ved prognosene i hovedsak fremsto som negative for selskapet. Børsen påpeker også at prognoser med andre forutsetninger enn dem som forelå 8. november 2016 har liten relevans for vurderingen av situasjonen på det tidspunktet.

Børsen er ikke enig i at markedet, basert på offentlig tilgjengelig informasjon, kunne konstatere den alvorlige og nærliggende risikoen for covenantbrudd. Børsen mener selskapet vurdering av risikoen skilte seg markant fra det det var mulig å slutte seg til ut fra økningen i

covenantratioen som var rapportert.

7.1.2 Uriktig rettsanvendelse

Børsen bekrefter at vedtaket bygger på at det foreligger en informasjonspliktig opplysning om en inntruffet begivenhet den 8. november 2016, og at denne begivenheten er selskapets vurdering av den konkrete risikoen for brudd på finansielle covenants.

Børsen er ikke enig i at selskapets vurderinger ikke var tilstrekkelig spesifikke fordi de var generelle diskusjoner om en allment kjent situasjon. Børsen påpeker at det dreide seg om en konkret og konstatert risiko for covenantbrudd. Børsen mener selskapet ikke satt med noen tvil om risikoen forelå eller om den var alvorlig 8. november 2016. Det eneste som måtte utredes, var hvilke tiltak som måtte gjennomføres.

Børsen er ikke enig med klager i at den etterfølgende fortrinnsrettsemisjonen ikke kan tillegges vekt ved vurderingen av om informasjonen om risiko for covenantbrudd var tilstrekkelig spesifikk til at det kunne trekkes en slutning om kurspåvirkningspotensiale. Børsen mener det at selskapet anså det nødvendig å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon eller annen kapitalinnhenting underbygger at det forelå en konkret og alvorlig risiko, og at selskapets diskusjoner om dette ikke var av generell karakter eller dreide seg om en hypotetisk situasjon.

Børsen påpeker at risikoen for covenantbrudd var tema i selskapet allerede i august 2016, og at dette således samsvarer dårlig med selskapets anførsel om at selskapet 8. november så på prognosene som høyst usikre og mindre alvorlig enn det børsen har lagt til grunn, og at det var tid til å områ seg før risikoen for brudd eventuelt aktualiserte seg om åtte måneder.

Videre er børsen uenig med klager når det gjelder verdien av en eventuell børsmelding om at styret i selskapet utredet alternativer. Børsen mener for det første at risikoen ikke var allment kjent, og videre at en børsmelding om selskapets vurdering av risiko og at selskapet vurderer ulike alternativer er et forhold en investor sannsynligvis vil vektlegge i sin investeringsbeslutning. Børsen viser til at risiko for brudd på finansielle covenants kan få betydning for selskapets finansieringskostnader, og at opplysninger om manglende løsninger med banker kan forsterke potensialet for kurspåvirkning. Børsen viser også til det faktiske fallet i kursen som inntraff 19. desember 2016, som børsen mener er en indikasjon på at forholdet var egnet til å påvirke kursen merkbart.

Når det gjelder anførselene om hva som var kjent i markedet, viser børsen til at markedet ikke kjente selve beregningen av NIBD/EBITDA (m/henvisning til Adjusted og Pro Forma EBITDA) og heller ikke kjente selskapets handlingsalternativer.

7.2 "Restatements" av selskapets delårsresultater for 2. og 3. kvartal 2016

7.2.1 Uriktig faktum

Børsen understreker at det ved vurderingen av om nedskrivninger og avskrivninger var innsideinformasjon, har vært vektlagt at prosessen knyttet til avskrivningene ble startet i august 2016, og at tallene oversendt Carnegie (NOK 300 millioner) ikke avvek vesentlig fra det som fremkom i børsmeldingen 19. desember (NOK 242 millioner). Børsen bemerker at samlet effekt knytte til endret avskrivningsprofil var NOK 94 millioner, hvorav NOK 23 millioner knyttet seg til økte avskrivninger.

Børsen presiserer at det først i klagen er opplyst fra selskapet at tallene oversendt Carnegie 9. november 2016 var "hypotetiske" og "dummy numbers". I brev 3. april 2017 til Oslo Børs omtalte selskapet tallene slik: "Anslag knyttet til goodwill nedskrivning og endringer i

avskrivningsprofilen, herunder størrelsen på disse anslagene, ble [...] kommunisert til Carnegie i begynnelsen av prosessen, dvs. 9. november 2016."

Børsen bemerker generelt at det har vært vanskelig å danne seg et godt bilde av de faktiske forholdene i saken, bl.a. fordi det basert på fremlagt informasjon foreligger begrenset dokumentasjon knyttet til de interne prosessene som medførte ytterlige nedskrivninger. Børsen nevner manglende redegjørelse for arbeidet i perioden mellom 9. november og offentliggjøringen 19. desember. I tillegg nevnes styrebehandling av beløpene for nedskrivningene, der det heller ikke fra styreprotokollen for styremøtet 16. desember, der de endelige nedskrivningene skal være besluttet, fremgår hvilke tall det er.

Børsen finner det lite sannsynlig at selskapet oversendte anslag på nedskrivninger og effekter av endret avskrivningsprofil til Carnegie 9. november som ville påvirke selskapets resultat negativt med NOK 300 millioner dersom det var like eller mer sannsynlig at selskapet ikke ville gjennomføre avskrivninger i det hele tatt. Børsen viser også til at det ikke kan ha vært tvilsomt at avskrivningsprofilen måtte endres, og viser til notat fra daglig leder til styret 30. september, der daglig leder konkluderer med at ikke er holdbart å fortsette med 12 års avskrivningsplan. Børsen legger også vekt på at selskapet hadde påbegynt prosessen med avskrivningsprofilen i august og arbeidet med denne gjennom høsten 2016. Børsen mener dette tilsier at tallene som ble sendt Carnegie ikke var "dummy numbers", men anslag som opprinnelig opplyst til børsen. Børsen viser også til at selv om det var utestående arbeid knyttet til vurdering av goodwill, må det 9. november ha fremstått som sannsynlig at det måtte gjøres betydelige nedskrivninger. Børsen viser til at det i revisjonsutvalget 8. november bl.a. stilles spørsmålsteget ved om oppdatert WACC er for lav, og at endringer i WACC vil ha en betydelig effekt.

7.2.2 Uriktig rettsanvendelse

Børsen bekrefter at den underliggende omstendigheten/begivenheten er det faktum at det den 9. november 2016 må ha fremstått som sannsynlig for selskapet at avskrivningsprofilen på bilparken måtte endres, og at det måtte gjøres nedskrivning av bilparken og selskapets kontrakter i en betydelig størrelsesorden som ville påvirke selskapets resultat negativt.

Videre bemerker børsen at selv om at det var knyttet usikkerheter til de eksakte størrelsene, må det ha vært klart for selskapet at endringene måtte gjennomføres, og at det ville medføre nedskrivninger og regnskapsmessige konsekvenser av betydelig størrelsesorden. Børsen mener dette er tilstrekkelig spesifikt til å trekke en slutning om at selskapets aksjekurs ville bli negativt påvirket. Børsen påpeker videre at en børsmelding om nevnte forhold ville være noe en fornuftig investor ville tillagt vekt ved sin investeringsbeslutning, og viser til at selskapet nylig hadde gjennomført nedskrivninger og tapsavsetninger, og det kraftige kursfallet som faktisk skjedde den 19. desember 2016.

Børsen er ikke enig med selskapet i at opplysningene var offentlig tilgjengelige. Børsen bemerker særskilt at den ved behandlingen av klagen er blitt oppmerksom på at omtale risikofaktoren knyttet til endring av avskrivningsmodell, som var del av Q2-rapporten, opprinnelig var del av utkastet til Q3-rapport. I endelig Q3-rapport var imidlertid ikke avsnittet der lenger. Børsen mener det faktum at selskapet aktivt har fjernet avsnittet om endring av avskrivningsprofil fremgår konkretisere det i samsvar med informasjonen selskapet satt på, indikerer at selskapet bevisst har tilbakeholdt informasjon om dette forholdet.

7.3 Fortrinnsrettsemisjon

Børsen bestrider ikke at ulike modeller for kapitalinnhentelse ble diskutert i styremøtet, men

finner grunn til å fremheve at styret faktisk besluttet at det var i selskapets interesse å iverksette arbeid med å gjennomføre en garantert fortrinnsrettsemisjon slik det fremgår av protokollen. Børsen bemerker at det ikke er fremlagt dokumentasjon på at styret behandlet andre alternativer enn gjennomføring av en fortrinnsrettsemisjon etter møtet 18. november 2017.

7.4 Særlig om publisering av Q3-rapporten

Børsen mener selskapets publisering av Q3-rapporten 9. november 2016, med det innholdet den hadde, bidro til å skape asymmetri mellom informasjonen selskapet hadde om covenantrisikoen og de forestående nedskrivningen, og den informasjonen markedet hadde.

Rapporten fremhevet bl.a. økte inntekter, rekordhøy kontraktportefølje og operasjonelle forbedringer. Punktet risikofaktorer viser bare til risiko omtalt i årsrapporten, og det opplyses at det ikke har inntrådt materielle endringer som har endret selskapets syn på risiko og usikkerheter. Børsen mener det bidro til å skape et vesentlig annet informasjonsbilde i markedet enn det selskapet satt med gjennom innsideinformasjon som markedet ikke hadde kjennskap til.

I tilknytning til sanksjonsspørsmålet, fremhever børsen særlig kritikkverdig av selskapet å offentliggjøre den opprinnelige Q3-rapporten 9. november med det innholdet den hadde. Børsen finner ellers ikke grunn til å endre sanksjonsfastsettelsen.

8. KLAGERS MERKNADER TIL BØRSENS MERKNADER

Klager er generelt uenig i børsens merknader, og vil påpeke at børsen synes å spekulere i faktum og i tilfeller der det ikke foreligger skriftlig dokumentasjon legges systematisk det minst fordelaktige faktum til grunn. Klager påpeker at beviskravet i saker om ileggelse av overtredelsesgebyr er kvalifisert sannsynlighetsovervekt. Klager mener dette er særlig problematisk der det synes som om børsen antyder at selskapet bevisst har formidlet uriktig informasjon til markedet. Videre gjentar klager at faktum må vurderes sett hen til situasjonen og tilgjengelig informasjon på tidspunktet forholdet knytter seg til.

Selskapet synes det er overraskende at børsen synes å stille krav om dokumentasjon av at man vil innlede dialog med långivere dersom man nærmet seg covenantbrudd på et senere tidspunkt. Selskapet understreker at oppdaterte prognoser viste at man ikke ville være i brudd med covenants 4. kvartal 2016, og det var derfor ikke lenger behov for en "waiver". Om covenantbrudd fortsatt var aktuelt i 2. og 3. kvartal 2017, som prognosene viste, kunne man alltid gå tilbake til bankene for på nå å diskutere en "waiver" for den aktuelle perioden. Klager anfører også at bankene, sett i lys av tilbudet om "waiver" i 4. kvartal 2016, også kunne være innstilt på en "waiver" i 2017.

Klager understreker at forutsetningene i prognosene som ble oversendt i klagen, er forutsetninger innenfor styrets kontroll og som var kjent med på et aktuelle tidspunktet. Klager påpeker at man ikke har konstruert forutsetninger i etterkant som ikke var reelle.

Selskapet mener bruken av ordet "anslag" i brev til Oslo Børs 3. april 2017 neppe var presist. Den korrekte bakgrunnen for tallene er gitt i klagen.

Klager anfører at børsens vurderinger knyttet til selskapets kunnskap om sannsynligheten for nedskrivninger og avskrivninger fremstår som gjetninger, når de utelukkende knyttes til at prosessen hadde pågått i lang tid og at det ble sendt simuleringstall til Carnegie i forbindelse med en eventuell emisjon. Klager mener dette er problematisk sett i lys av beviskravet.

Selskapet reagerer også på børsens påstand om at selskapet bevisst har fjernet omtale av risikoen for endring av avskrivningsprofil i endelig Q3-rapport. At dette ikke ble omtalt skyldes en inkurie.

9. BØRSKLAGENEMNDENS BEMERKNINGER

9.1 Lovgrunnlaget

Etter verdipapirhandelloven § 5-2 skal utstedere av finansielle instrumenter opptatt på regulert marked "uoppfordret og umiddelbart" offentliggjøre "innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § 3-2 første til tredje ledd". Med innsideinformasjon menes etter § 3-2 første ledd

(i) presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold ("presisjonsvilkåret");

(ii) som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart ("kurspåvirkningsvilkåret"), og

(iii) som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet (utilgjengelighetsvilkåret").

Annet og tredje ledd utdyper innholdet i presisjons- og kurspåvirkningsvilkåret, og lyder som følger:

(2) Med presise opplysninger menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.

(3) Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.

9.2 Innledning

Selskapet har reist en rekke innsigelser mot vedtaket, både knyttet til forståelsen av faktum og når det gjelder rettsanvendelsen. Det er naturlig for Børsklagenemnden først å vurdere hvilket faktum som kan legges til grunn, særlig knyttet til vurderingen av om presisjonsvilkåret er oppfylt. Børsklagenemnden legger til grunn at beviskravet er kvalifisert sannsynlighetsovervekt, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), side 446.

9.3 Mulig brudd på finansielle covenants

Som det følger av verdipapirhandelloven § 3-2 annet ledd, inkluderer kriteriet "presise opplysninger" både omstendigheter eller begivenheter som "har inntruffet" og omstendigheter og begivenheter "som med rimelig grunn kan forventes å inntreffe". Risikofaktorer – slik som risikoen for et fremtidig covenantbrudd eller negative konsekvenser som følge av nødvendige tiltak for å forhindre dette – knytter seg isolert sett til fremtidige begivenheter. Børsens vedtak bygger imidlertid på at det forelå en informasjonspliktig opplysning om en allerede inntruffet begivenhet 8. november 2016, og at denne begivenheten var selskapets vurdering av den konkrete risikoen for brudd på finansielle covenants, se børsens merknader til klagen, gjengitt ovenfor i punkt 7.1.2.

I børsens vedtak, sidene 19-20, står det om dette blant annet følgende:

Etter børsens vurdering var det den 8. november 2016 derimot klart at risikoen for brudd på den finansielle covenanten ikke var forbigående eller kunne løses alene ved interne tiltak som f.eks. kostnadsbesparelser, og at det måtte foretas eksterne tiltak for å finne en langsiktig løsning på problemet. I styremøtet den 8. november 2016 var det videre fastslått at bankene ikke ville bidra til en løsning som reduserte Selskapets risiko for covenantbrudd ut over 4. kvartal 2016. Selskapets alternativer for avhjelpende tiltak var dermed begrenset til slike som ville ha betydelige konsekvenser for Selskapet og dets aksjonærer.

[...]

Det sentrale i saken er at RenoNorden, basert på prognosene, vurderte risikoen som så konkret og alvorlig at det var nødvendig å gjennomføre tiltak for å være sikker på at Selskapet ikke havnet i brudd.

Børsen påpeker også at deres anførsel "ikke knytter seg til hvorvidt det forelå informasjonsplikt om prognosene om covenantberegningene som sådan, men det forhold at det forelå en konkret og alvorlig risiko for brudd på finansielle covenants slik Selskapet opplyste om i børsmeldingen 19. desember 2016", se vedtaket punkt 6.3.2. Det vises samme sted til at børsmeldingen ikke inneholdt prognosene om risikoen for covenantbrudd, men "informasjon om at Selskapet hadde fastslått at det forelå en økt risiko for coventantbrudd og at det måtte gjennomføres tiltak for å unngå å havne i brudd". Børsen uttaler så at opplysningene om risiko for covenantbrudd i meldingen 19. desember 2016 ikke var "vesentlig annerledes enn de forventninger Selskapet hadde den 8. november 2016 og som utløste behovet for å gjennomføre tiltak".

Børsen har dermed ikke vurdert om det var "rimelig grunn" til å forvente at selskapets finansielle covenants ville bli brutt om det ikke ble truffet eksterne tiltak med store konsekvenser for selskapet og aksjonærene (som for eksempel en emisjon), og om det var uaktsomt av selskapet ikke å forvente en slik fremtidig utvikling, jf. § 17-4. Slik saken er opplyst, har heller ikke Børsklagenemnden grunnlag for å vurdere dette på eget initiativ.

Det avgjørende blir dermed om selskapet *faktisk* hadde en slik oppfatning/vurdering som børsens vedtak er basert på. Dette er et bevismessig spørsmål. Som nevnt over må det faktum som skal underbygge et overtredelsesgebyr godtgjøres med kvalifisert sannsynlighetsovervekt.

Børsen og selskapet er sterkt uenige om sakens faktum. Dette gjelder særlig på spørsmålet om hvordan selskapet 8. november 2016 vurderte den konkrete risikoen for brudd på finansielle covenants.

Børsens syn på hva som var situasjonen 8. november 2016 fremgår av sitatet gjengitt ovenfor. De grunnleggende elementer som børsen legger vekt på er at selskapet 8. november 2016 var klar over at det måtte foretas «eksterne tiltak» og at det var «fastslått» at bankene «ikke ville» bidra med en løsning utover 4. kvartal 2016.

Selskapet har et annet syn på dette. I klagen fremhever selskapet følgende:

Det som skjer den 8. november 2016 er at styret diskuterer en risiko og ber ledelsen om å utrede hvordan den eventuelt kan adresseres, dersom det viser seg å være nødvendig. Dette er ikke annet enn alminnelige styrediskusjoner om en situasjon som var i tråd med forventninger i markedet.

Det er ubestridt at selskapet i forkant av styremøtet 8. november 2016 hadde vært i kontakt med sine bankforbindelser, for å be om en endring i lånevilkårene for å redusere risikoen for covenantbrudd. Bankene hadde gitt en tilbakemelding, som ble forelagt styret i form av et notat fra administrasjonen datert 4. november 2016, se vedtaket side 6. Tilbudet fra bankene inkluderte ingen «waiver» utover 4. kvartal 2016. Videre var tilbudet blant annet betinget av at bankene fikk mulighet til å ta sikkerhet i selskapets eiendeler, marginen skulle økes [...]. Administrasjonen anbefalte styret å akseptere tilbudet. Dette indikerer at i alle fall administrasjonen i selskapet forut for styremøtet anså at muligheten for et brudd på lånevilkårene i løpet av 2016 var betydelig mer enn en teoretisk mulighet.

Børsklagenemnden har ikke hatt tilgang til styreprotokollen fra møtet 8. november 2016, eller annen dokumentasjon utarbeidet i tilknytning til møtet. Fra styreprotokollen fra møtet har Børsklagenemnden fått sitert følgende:

The board discussed and emphasized the seriousness of a situation and how to resolve the covenant issue. A letter from the banks regarding a proposal for covenant waiver for Q4 16 had been received. The board discussed and reviewed the terms and conditions regarding additional security and increased margin and concluded that the proposal from the banks will be insufficient to resolve a longterm solution to the NIBD/EBITDA ratio.

[...]

The company is not in breach of the covenant today, and the board instructed the administration, with support from the chairman, to consider different alternatives and find sustainable solutions with sufficient flexibility for the company to pursue long term refinancing of current loan agreements as they expire in 2019.

Det fremgår av det ovenstående at styret avviste administrasjonens forslag til avtale med bankene om en "waiver" for 2016.

Børsen mener det kan legges til grunn at bankene i november 2016 ikke ville bidra utover 4. kvartal 2016, ettersom tilbudet ikke omfattet en lenger tidsperiode, se gjengivelsen av børsens merknader til klagen, gjengitt ovenfor i punkt 7.1.1. Det fremheves også at selskapet ikke har fremlagt dokumentasjon eller gitt informasjon som viser at det foreligger holdepunkter for at Selskapet i november 2016 anså ytterligere forhandlinger med bankene som et aktuelt alternativ for å løse situasjonen.

Børsklagenemnden vil først påpeke at det er Oslo Børs som med klar sannsynlighetsovervekt må underbygge det faktum som skal godtgjøre at opplysningsplikten er brutt. Bevisføringsplikten ligger på børsen. Det er således ikke avgjørende at selskapet ikke har fremlagt dokumentasjon som viser at selskapet i perioden etter 8. november 2016 internt vurderte å be bankene om en "waiver" for 2017, eller at det var konkrete samtaler med bankene om dette. Det kan imidlertid ha betydning i den totale bevisbedømmelsen at selskapet ikke har kunnet fremlegge konkret dokumentasjon som viser at dette var et aktuelt alternativ også etter 8. november 2016.

Den fremlagte dokumentasjonen gir etter Børsklagenemndens syn ikke grunnlag for en konklusjon om at det ikke var aktuelt å be bankene om en "waiver" for perioden etter 2016. Selskapets forklaring om at tilbudet ble avvist fordi det kun omhandlet 2016, og at det fortsatt var aktuelt å diskutere en "waiver" for perioden etter 2016, fremstår som plausibel. Det faktum at selskapet allerede 18. november 2016 bestemte å hente inn ny kapital, slik at en "waiver" for 2017 ikke lenger var nødvendig, er ikke alene nok til å trekke en annen

konklusjon.

Børsklagenemnden bemerker videre at sitatene fra styreprotokollen er så knappe at det er vanskelig å konkludere ut fra disse om hvilke tiltak som fortsatt var tilgjengelig for selskapet for å unngå brudd på covenant-forpliktelsene. Børsklagenemnden kan vanskelig se at uttalelsene fra styreprotokollen i seg selv kan underbygge at selskapet ikke lenger så det som mulig å løse covenant-problemene gjennom interne tiltak, og/eller ved å ha nye forhandlinger med bankene om "waivere" for perioden etter 2016.

Av sitatet fra styremøtet 8. november 2016, gjengitt ovenfor, fremkommer det også at administrasjonen fikk beskjed om å vurdere ulike løsninger for å sikre den langsiktige finansieringen. Fra perioden etter styremøtet 8. november 2016 har selskapet blant annet fremlagt en e-post datert 10. november 2016 fra daglig leder i selskapet til styrets leder. Eposten inneholder en liste for oppfølging frem mot neste styremøte. Denne inkluderer blant annet følgende:

- Fremlegge konkrete tiltak for å sikre oss mot brudd på covenants
 - o Tidligere fakturering
 - o Del-fakturering (sjekk ut hva vi kan gjøre i kontraktene)
 - o Telefonoppfølging av kunder for å få innbetalt faktura før 31.12
 - o Factoring
 - o

Oslo Børs har gjort gjeldende at dette ikke var alternativer for å sikre en langsiktig løsning på covenantrisikoen, men derimot tiltak for å sikre seg mot covenantbrudd per 31. desember 2016. Børsklagenemnden er enig i at tiltakene ville påvirke selskapets mulighet for å avverge covenantbrudd for fjerde kvartal 2016. Dokumentasjonen kan også forklare hvorfor styret valgte ikke å godta bankenes tilbud om avtale for 2016.

Børsklagenemnden er imidlertid ikke enig med børsen i at tiltakene nødvendigvis var begrenset til dette. Noen av tiltakene kunne ha effekt også ved målepunkter i 2017. Det er heller ingenting i den tidsnære dokumentasjonen som selskapet har lagt frem, som underbygger børsens oppfatning om at selskapet selv mente at tiltakene kun var ment å avhjelpe situasjonen i 2016.

Styret fikk i styremøtet 8. november 2016 fremlagt en oppdatert prognose om utviklingen av covenant-ratioen. Denne viste at ratioen i fjerde kvartal 2016 ville være 4,94, mens den ville overstige 5,00 i annet kvartal 2017. Av vedtaket, side 7, fremgår det at styret stilte spørsmål ved realismen i årsprognosen for 2016.

Selskapet har i klagen fremlagt reviderte simuleringer som inkluderer effektene av at det i 2017 ikke betales utbytte, samt effektene av kostnadsreduksjons- og effektiviseringsprogrammet. Disse viser at selskapet med disse tiltakene ikke ville bryte covenantforpliktelsen i 2017.

Børsen gjør gjeldende at de reviderte prognosene som tar inn i seg disse effektene – og som er laget i anledning klagesaken – ikke kan tillegges vekt. Børsklagenemnden er enig i at det er grunn til å være tilbakeholden med å tillegge oppstillinger laget i ettertid særlig betydning. Det må imidlertid kunne legges til grunn at styret i november 2016 var klar over disse mulige tiltakene og også i hovedsak de forventede effektene av disse. Covenant-beregningene som fremkommer av de i etterkant utarbeidede prognosene er med på å underbygge at selskapet ikke var av den oppfatning at et brudd på de finansielle covenantene kun kunne unngås ved å

gjennomføre tiltak som i seg selv var meldepliktige..

Basert på den ovenstående gjennomgangen mener Børsklagenemnden at det ikke er tilstrekkelig dokumentert at bankene den 8. november 2016 hadde endelig avvist å bidra med "waivere" i låneavtalene for 2017, slik at dette på det tidspunkt ikke lenger var et mulig alternativ for selskapet. Den dokumentasjonen som er fremlagt viser at selskapet etter 8. november 2016 fortsatt også vurderte interne tiltak. Det er ikke godtgjort at disse kun gjaldt en kortsiktig løsning for 4. kvartal 2016.

Etter en samlet vurdering har Børsklagenemnden således konkludert med at det ikke er sannsynliggjort i tilstrekkelig grad at selskapet etter 8. november 2016 var av den oppfatning at covenantbrudd ikke kunne løses ved interne tiltak, som for eksempel kostnadsbesparelser og utbyttekutt og/eller ved endrede vilkår i avtalene med bankene. Børsen har således lagt feil faktum til grunn for sitt vedtak.

Det er da ikke noen foranledning for Børsklagenemnden til å vurdere nærmere om de øvrige vilkårene etter verdipapirhandelloven § 3-2 knyttet til risikoen for brudd på covenantforpliktelsene, er oppfylt.

Børsklagenemnden legger til at saken ikke er opplyst i en slik grad at nemnden har grunnlag for å vurdere om opplysningsplikt om dette forhold oppstod på et senere tidspunkt, som for eksempel 18. november 2016, men før selskapet opplyste om forholdet ved børsmeldingen 19. desember 2016. Børsklagenemnden har heller ikke noen foranledning til å vurdere om vilkårene for utsatt offentliggjøring forelå da det ble besluttet å arbeide for å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon. Vedtaket tar ikke stilling til dette spørsmålet, slik at selskapet ikke har blitt gitt anledning til å uttale seg om spørsmålet.

Oslo Børs' vedtak på dette punkt blir dermed opphevet.

9.4 Restatement av finansiell informasjon

Også på dette punkt må det først avgjøres om det har foreligget "presise opplysninger", jf. verdipapirhandelloven § 3-2 annet ledd. Oslo Børs har lagt til grunn at det har inntruffet en begivenhet senest 9. november 2016. Denne begivenheten er at det på dette tidspunkt må ha fremstått som sannsynlig for selskapet at avskrivningsprofilen på bilparken måtte endres, og at det måtte gjøres nedskrivning av bilparken og selskapets kontrakter i en betydelig størrelsesorden som ville påvirke selskapets resultat negativt, se børsens merknader til klagen, gjengitt ovenfor i punkt 7.2.2. Heller ikke på dette punkt har børsen vurdert om det på noe tidspunkt var "rimelig grunn" til å forvente en fremtidig begivenhet eller omstendighet. Børsklagenemnden finner også her at den ikke har tilstrekkelig grunnlag for å vurdere dette kriteriet.

Hovedspørsmålet knytter seg dermed til om det 9. november 2016 fremstod som sannsynlig for selskapet at det måtte gjøres vesentlige endringer i selskapets regnskaper for 2. og 3. kvartal knyttet til endret avskrivningsprofil på bilparken og nedskrivning av goodwill. Dette er et bevismessig spørsmål beviskravet er at det med klar sannsynlighetsovervekt må underbygges at selskapet hadde en slik oppfatning på dette tidspunktet.

Børsens og selskapets fokus har vært på en beregning som ble sendt Carnegie 9. november 2016. Beregningen viste en negativ balanseeffekt av disse to forholdene på MNOK 300, med MNOK 150 på hver post. Det endelige resultatet ble en justering på MNOK 242.

Oslo Børs skriver om dette i vedtaket, på side 27:

Anslagene som ble gitt til Carnegie den 9. november tilsa en svekkelse av Selskapets resultat på NOK 300 millioner. Tallene er innarbeidet i presentasjonen Carnegie utarbeidet den 11. november 2016 og som ble benyttet i styremøtet i Selskapet den 14. november 2016. Identiske tall ble benyttet av administrasjonen i presentasjon som ble gitt til styret i samme møte. Selv om anslagene var foreløpige, og tallene senere ble noe redusert, mener børsen det senest på tidspunktet hvor anslagene ble gitt til Carnegie må ha vært sannsynlig for Selskapet at de måtte foreta nedskrivninger og avsetninger av en slik størrelse som ikke kan anses å være alminnelige justeringer i forbindelse med ordinær regnskapsrapportering. Dette til tross for at anslagene ikke var endelig kvantifisert, ble vurdert som noe usikre og at man hadde behov for å bearbeide disse ytterligere. Børsen mener det i denne sammenheng har begrenset relevans og vekt om Selskapet har fremskyndet arbeidet med å ferdigstille de endelige tallene som følge av arbeidet med den planlagte fortrinnsrettsemisjonen. Det vises forøvrig til at tallene ikke ble vesentlig endret i perioden fra 9. november 2016 til 16. desember 2016 hvor endringene ble stadfestet av styret.

Det følger av forarbeidene til verdipapirhandelloven at opplysninger kan være presise selv om de ikke er fullstendige, endelige, ubetingede eller entydige, forutsatt at de er tilstrekkelig spesifikke til å trekke en konklusjon om den mulige påvirkningen på kursen. Børsen mener at det forhold at RenoNorden den 9. november 2016, ifølge egne beregninger, risikerte å måtte endre regnskapene for 2. og 3. kvartal negativt med et betydelig beløp for Selskapet, utgjorde presise opplysninger i verdipapirhandellovens forstand. Børsen legger vekt på at arbeidet den 9. november 2016 hadde pågått over lang tid, og at de endelige tallene avvek lite fra disse beregningene. Dette tilsier etter børsens vurdering at arbeidet den 9. november hadde kommet så langt at Selskapet må ha hatt en erkjennelse av at ikke ubetydelige nedskrivninger og tapsavsetninger måtte gjennomføres, og at det på dette tidspunktet var sannsynlig at RenoNorden ville måtte foreta nedskrivninger og tapsavsetninger som ville påvirke regnskapene for 2. og 3. kvartal negativt. Av denne grunn mener børsen at Selskapets beregninger knyttet til revurdering av avskrivningsprofil, vurdering av tapsbringende kontrakter og nedskrivning av goodwill senest den 9. november 2016 oppfylte kravet til presise opplysninger, jf. vphl. § 3-2 (2).

Selskapet gjør gjeldende at det ikke hadde vurdert eller beregnet nedskrivninger den 9. november 2016, ikke en gang på et foreløpig stadium. Tallene som ble oversendt Carnegie, var kun effektberegninger, basert på "dummy numbers". Tallmaterialet var usikkert helt frem til styrebehandlingen 16. desember 2016. For å underbygge dette har selskapet lagt frem noe dokumentasjon fra arbeidet i tiden rundt og etter 9. november 2016.

Børsen kommenterer selskapets argumentasjon i sine merknader til klagen. De bemerker at det har vært vanskelig å danne seg et godt bilde av de faktiske forhold rundt dette forholdet. De konkluderer imidlertid med at det senest 9. november må ha fremstått som sannsynlig for Selskapet at det måtte gjøres nedskrivninger i en betydelig størrelsesorden.

Børsklagenemnden bemerker igjen at det er Oslo Børs som må sannsynliggjøre i tilstrekkelig grad det faktum som legges til grunn. En usikkerhet om de faktiske forhold – som ikke kan henføres til en kritikkverdilig tilsløring av de faktiske forhold fra selskapets side – kan ikke gå utover selskapet.

Børsen har vist til at arbeidet med nedskrivninger og avskrivninger hadde pågått i lang tid, i alle fall fra juni 2016. Selskapet har gjort gjeldende at det er riktig at selskapet 15. august 2016 besluttet å "foreta en gjennomgang av avskrivningsprofil, verdivurdering av Selskapets

bilpark og ytterligere gjennomgang av kontrakter med bistand fra en tredjepart", se klagen side 16-17. Selskapet fremhever at det ikke er holdepunkter for å si at dette arbeidet "hadde nådd et punkt den 9. november 2016 der man hadde noen formening om hvilken goodwillnedskrivning som eventuelt ville finne sted", se klagen side 18.

Børsklagenemnden har ikke sett dokumentasjon for selskapets arbeid med disse spørsmålene for tiden forut for november 2016. Det er for Børsklagenemnden ikke mulig å legge til grunn noe spesielt om hvilket nivå av erkjennelser selskapet hadde om behovet for nedskrivninger og avskrivninger forut for november 2016. Det avgjørende blir således hvordan man vurderer situasjonen i november 2016 og senere. For denne perioden foreligger det en del dokumentasjon som Børsklagenemnden kan vurdere.

Av vedtaket, side 6, fremgår det at det var et møte i revisjonsutvalget 8. november 2016. Det fremgår at KPMG har fullført mesteparten av arbeidet for delårsrevisjonen "men at utestående punkter blant annet er verdsettelse og avskrivningstid på bilene". Disse forholdene vil "bli nærmere gjennomgått gjennom november og desember 2016". Av revisjonsutvalgets handlingsplan fremgår det at fristen for vurdering og oppdatering av avskrivningsprofilen for selskapets biler og gjennomføring av nedskrivnings- og sensitivitetstest for alle markeder settes til 1. desember 2016.

I styremøte senere på dagen 8. november 2016 ble revisjonskomiteens arbeid presentert. I

Assumptions regarding impairment test of goodwill needs to be updated. Relative small changes in the assumptions may potentially have significant effect on the impairment test. Auditor may challenge these assumptions, which could lead to potential further write-off of goodwill. [...]

Changes to the depreciation policy should be considered to align book value of truck portfolio to market value and residuals at end of contracts. This issue will be further analyzed in AC and presented to the board before year end.

I presentasjonen fra revisjonskomiteen til styremøtet stod det følgende:

Valuation and Depreciation time of trucks –pending management analysis

Update of WACC calculation and close monitoring of related factors is necessary.
Comprehensive Impairment test for Q4 should be prepared as soon as possible.
Impairment test should include all markets.

Børsklagenemnden mener de tallene som ble oversendt til Carnegie 9. november 2016 må forstås på bakgrunn av det ovenstående. Det fremgår av den ovenstående dokumentasjonen at det pågikk et løpende arbeid, som hadde frist for slutføring i desember. Det kan ikke legges til grunn at tallene oversendt Carnegie dagen etter hadde et større presisjonsnivå enn det som forelå i møtet i revisjonskomiteen dagen før.

Det foreligger også noe dokumentasjon for perioden etter 9. november 2016. Det var et nytt møte i revisjonskomiteen 1. desember 2016. Av punkt 4 fremkommer det at finansdirektøren i selskapet oppsummerte "the outcome from the last days of intensive work relating to the Impairment of Goodwill and Write down of fixed assets". Dette indikerer forholdsvis klart at det har pågått et reelt arbeid knyttet til disse forholdene i dagene forut for 1. desember 2016.

Oslo Børs har lagt vekt på at de endelige tallene viste seg ikke å avvike i betydelig grad fra de

tallene som ble brukt i oversendelsen til Carnegie 9. november 2016. Børsklagenemnden bemerker at dette ikke i seg selv er avgjørende, men det kan, dersom bevissituasjonen for øvrig tilsier det, indikere at selskapet har vært klar over at det måtte gjøres betydelige nedskrivninger og endringer i avskrivningsprofil, selv om det endelige omfanget ennå ikke er sikkert tallfestet.

Børsklagenemnden har tidligere lagt til grunn at det kan foreligge "presise opplysninger" dersom det fremstår som sannsynlig for en utsteder at denne vil lide et større tap, selv om tapet ennå ikke sikkert kan tallfestes, se Børsklagenemndens vedtak i sak 1/2016 (Sandnes Sparebank), punkt 9.3.1. Børsens utgangspunkt er således korrekt, når det spørres om det for selskapet fremstod som sannsynlig at det ville bli betydelige nedskrivninger og endringer i avskrivningsprofil.

Børsklagenemnden har imidlertid, under en viss tvil, kommet til at det ikke i tilstrekkelig grad er ført bevis for at det 9. november 2016 fremstod som sannsynlig for selskapet at det ville bli nødvendig med vesentlige nedskrivninger og avskrivninger.. Børsklagenemnden legger da særlig vekt på at det ikke er dokumentert at det forut for 9. november 2016 forelå noen estimerte tallfestinger av de aktuelle beløp. Det fremkommer av dokumentasjonen at det var lagt opp til en prosess som skulle vare frem mot desember, og den dokumentasjonen som foreligger tyder på at denne planen ble fulgt. Tallene i oversendelsen til Carnegie 9. november 2016 kan da ikke være avgjørende, selv om de endelige tallene viste seg å være betydelige og at sluttsummen ikke er vesentlig forskjellig fra tallene som ble oversendt til Carnegie.

Børsen har således lagt feil faktum til grunn for sitt vedtak. Det er dermed heller ikke på dette punkt nødvendig for Børsklagenemnden å vurdere nærmere om de andre vilkårene for at det forelå innsideinformasjon, foreligger.

Børsklagenemnden bemerker at referatene fra møtet i revisjonskomiteen 1. desember 2016 kan indikere at selskapet på det tidspunkt hadde kommet en del lenger i å få verifisert omfanget av hvilke nedskrivninger og avskrivninger som ville bli nødvendige. Nemnden finner imidlertid at den ikke har tilstrekkelig grunnlag for å vurdere om det forelå "presise opplysninger" på dette senere tidspunkt.

Oslo Børs' vedtak på dette punktet blir dermed opphevet.

9.5 Fortrinnsrettsemisjonen

Det ble avholdt et styremøte i selskapet fredag 18. november 2016, etter børs slutt. Børsklagenemnden har ikke sett kopi av protokoll fra møtet. Vedtaket er basert på at det i dette styremøtet ble besluttet "at forberedende arbeider for en garantert fortrinnsrettsemisjon skulle igangsettes", se side 31. Oslo Børs legger til grunn at denne beslutningen utgjorde innsideinformasjon fra dette tidspunktet.

Selskapet har gjort gjeldende at styret i styremøtet 18. november 2016 diskuterte ulike modeller for kapitalinnhentelse, både gjennom egenkapital- og fremmedkapitalinstrumenter. De konkrete planene om hva man ønsket å gjøre i egenkapitalsporet, dvs. tidslinje, fremgangsmåte, potensielle parter og prosess, ble diskutert og avtalt i møtet mellom Selskapet, Carnegie og Thommessen 21. november 2016, med oppstart kl. 12.00. Innsideinformasjon oppstod først i etterkant av dette møtet.

I børsens merknader til klagen, bestrides det ikke at ulike modeller ble diskutert i styremøtet 18. november 2016, men det fremheves at styret etter å ha drøftet ulike alternativer faktisk besluttet at det var i Selskapets beste interesse å iverksette arbeid med å gjennomføre en

garantert fortrinnsrettsemisjon slik det fremgår av protokollen, se gjengivelsen av børsens merknader til klagen, ovenfor i punkt 7.3. Denne fremstillingen er ikke bestridt av selskapet.

Børsklagenemnden finner det ikke tvilsomt at styrets beslutning i styremøtet 18. november 2016 medførte at det fra dette tidspunkt forelå innsideinformasjon. Beslutningen var tilstrekkelig konkret til at den utgjorde presise opplysninger. Børsklagenemnden er enig med Oslo Børs i at det etterfølgende planleggingsmøtet ikke kan være avgjørende i denne vurderingen, selv om det på dette tidspunktet kunne være uklart om selskapet ville lykkes med å gjennomføre emisjonen.

Selskapet har gjort gjeldende at det i trinnvise prosesser kan være vanskelig å fastslå når man beveger seg fra en foreløpig fase til en konkret fase hvor informasjonen oppfylder kravet til å være tilstrekkelig spesifikk til å utgjøre innsideinformasjon. Børsklagenemnden er ikke uenig i dette på generelt grunnlag. Et styrevedtak om å igangsette arbeid med en emisjon utgjør imidlertid regulært et klart skille mellom den forberedende fasen og den fasen hvor informasjonen utgjør presise opplysninger.

Børsklagenemnden finner det også klart at styrevedtaket oppfylder kurspåvirkningsvilkåret i vphl. § 3-2 tredje ledd, ved at en "fornuftig investor" sannsynligvis ville benyttet det som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.

Selskapet var etter dette forpliktet til å varsle markedet senest før børsåpning mandag 20. november 2016, jf. Vedtaket side 31. Alternativt kunne selskapet utsette offentliggjøringen av innsideinformasjonen, jf. vphl. § 5-3. Selskapet valgte slik utsatt offentliggjøring og varslet børsen om det i telefonsamtale 21. november kl. 13.37. Oslo Børs har i Vedtaket ikke vurdert om vilkårene for utsatt offentliggjøring var til stede 21. november 2016, i og med at de hadde konkludert med at informasjonen om risikoen for covenantbrudd innebar innsideinformasjon, og dette ikke var rettidig offentliggjort.

Børsklagenemnden har full kompetanse i saken. Slik saken er opplyst finner imidlertid nemnden at den ikke har grunnlag for å vurdere om vilkårene for utsatt offentliggjøring foreligger. Heller ikke på dette punkt har selskapet under saksbehandlingen hatt noen foranledning til å kommentere dette spørsmålet. Det legges dermed til grunn at vilkårene for utsatt offentliggjøring forelå.

Det følger av verdipapirforskriften § 5-1 at utsteder ved utsatt offentliggjøring "uoppfordret og umiddelbart" skal gi melding om dette til børsen. Slik melding fra selskapet skulle dermed ha blitt gitt før børsen åpnet mandag 21. november 2016. Det er dermed tale om en forsinket melding på omkring en halv børsdag.

Det følger av verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd at det kan ilegges overtredelsesgebyr ved brudd på vphl. § 5-3, "samt forskrifter gitt for å utfylle disse bestemmelsene". Børsklagenemnden antar at dette omfatter bestemmelsen i verdipapirforskriften § 5-1.

9.6 Sanksjon

Det skal etter dette ilegges overtredelsesgebyr for én overtredelse av plikten til å gi melding til børsen om selskapets beslutning om utsatt offentliggjøring, jf. verdipapirforskriften § 5-1, jf. verdipapirhandelloven § 5-3. Overtredelsen er således vesentlig mindre alvorlig enn de forhold børsen ila overtredelsesgebyr for. Børsklagenemnden vil imidlertid påpeke at det er vesentlig at også reglene om melding til børsen om besluttet utsatt offentliggjøring, blir etterlevet. Meldeplikten er viktig for børsens overvåking av markedet. Selv en kort forsinkelse kan også ha uheldige konsekvenser, blant annet i relasjon til ledende ansattes

undersøkelsesplikt før kjøp eller salg av aksjer.

Børsklagenemnden har ikke funnet tidligere sammenlignbare saker som veiledning for reaksjonsfastsettelsen. Etter en konkret vurdering finner Børsklagenemnden at et overtredelsesgebyr på en halv gang årlig kursnoteringsavgift – det vil si 85 400 kroner – er passende.

Børsklagenemnden fatter etter dette slikt enstemmig

Vedtak

For brudd på plikten til å umiddelbart gi Oslo Børs melding om selskapets beslutning om utsatt offentliggjøring, jf. verdipapirforskriften § 5-1, jf. verdipapirhandelloven § 5-3, ilegges RenoNorden ASA et overtredelsesgebyr på en halv gang årlig kursnoteringsavgift, dvs. 85 400 kroner, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd og § 15-1, jf. verdipapirforskriften § 13-1 og børsforskriften § 35.

4.2.2 Generell veiledning

4.2.2.1 Endring vedrørende tidspunkt for offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger og flaggemeldinger som oppstår utenom Børsens åpningstid, 04.01.2017

Finanstilsynet har kontaktet Oslo Børs og fastslått at plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon "umiddelbart" og plikten til å offentliggjøre flaggemeldinger "straks" ikke kan knyttes til Børsens åpningstid alene. Tidligere markedspraksis i form av at tidspunkt for offentliggjøring var knyttet kun til Børsens åpningstid kan derfor ikke videreføres. Finanstilsynet har bedt om at nødvendige endringer implementeres innen utløpet av første kvartal 2017.

Offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger

Det fremkommer av verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd at "*Utsteder skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § 3-2 første til tredje ledd*". Informasjonsplikten for Oslo Børs og Oslo Axess reguleres av verdipapirhandelloven. Informasjonsplikten for Nordic ABM og Merkur Market reguleres ikke av verdipapirhandelloven, men likelydende bestemmelse er inntatt i ABM reglene og Løpende forpliktelser for Merkur Market. I veiledningen til Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper fremkommer det at plikten til umiddelbar offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger antas kun å gjelde i Børsens åpningstid. Denne forståelsen av bestemmelsen er innarbeidet markedspraksis i Norge, men basert på Finanstilsynets vurdering kan denne praksisen ikke videreføres.

Med bakgrunn i kapitalmarkedenes utvikling har Oslo Børs vurdert det naturlig med en oppdatert fortolkning av Markedsmisbruksdirektivets "*as soon as possible*". Selskapenes systemer for informasjonsdistribusjon, herunder Oslo Børs NewsPoint, er nå tilgjengelige 24 timer i døgnet og verdipapirer notert på en av Oslo Børs markedsplasser kan også være tilgjengelige for handel på andre markedsplasser med andre åpningstider.

Det har i utgangspunktet vært ønskelig for Oslo Børs å endre ovennevnte praksis i forbindelse med implementering av ny Markedsmisbruksforordning. Forordningen er implementert i EU, men det

norske lovarbeidet er forsinket og forordningen forventes implementert i norsk rett først i 2018. Oslo Børs har med bakgrunn i Finanstilsynets anmodning besluttet å endre praktiseringen av bestemmelsen før implementering av Markedsmisbruksforordningen i norsk rett. Tilsvarende vil samtidig tre i kraft på Nordic ABM og Merkur Market for å ivareta en enhetlig praktisering av selskapenes informasjonsplikt i alle markeder administrert av Oslo Børs.

Med bakgrunn i ovennevnte vil Oslo Børs gjøre de nødvendige endringer i veiledningen til utstederreglene, slik at praktiseringen av informasjonsplikten bringes i samsvar med både nåværende Markedsmisbruksdirektiv, den kommende Markedsmisbruksforordningen og internasjonal praksis. Dette innebærer at i fremtiden vil utstederne måtte offentliggjøre informasjonspliktig informasjon umiddelbart, uavhengig av om markedsplassen er åpen eller ikke.

Oslo Børs tar sikte på å implementere endringen fra og med andre kvartal 2017. Vi ønsker å forhåndsvarsle berørte utsteder om den kommende endringen allerede nå da dette kan få stor innvirkning på utstedernes rutiner og praktiske håndtering av offentliggjøring av informasjonspliktig informasjon. Oslo Børs vil informere ytterligere om endringene og praktiske konsekvenser i god tid før de trer i kraft. Oslo Børs anbefaler utstederne til å vurdere tiltak for å tilpasse seg de kommende endringer så raskt som mulig. Fra Børsens side legges det opp til at utstederregelverket med oppdatert fortolkning vil tre i kraft 1. april 2017.

Flagging:

Flagging gjelder for investorer som erverver eller avhender større aksjeposter, rettigheter til aksjer og stemmerettigheter som nærmere regulert i vphl. § 4-3. Flaggemeldinger skal i følge lovens ordlyd "*gis straks etter at avtale om erverv eller avhendelse er inngått, eller vedkommende blir kjent med eller burde ha blitt kjent med annen omstendighet*" som fører til at en flaggeterskel nås eller krysses. Det presiseres for ordens skyld at flaggeplikten ikke gjelder på Merkur Market.

Oslo Børs har frem til nå lagt til grunn at transaksjoner mv. utenfor markedets åpningstid (kl. 16.30) som utløser flaggeplikt kan offentliggjøres innen markedets åpning (kl. 09.00) den påfølgende børsdag. Da Børsen likevel tilbyr bistand til offentliggjøring av andre informasjonspliktige meldinger frem til kl. 17.30 er det nå besluttet at investorer (som ikke har tilgang til NewsPoint) skal sende flaggemeldinger til Børsen for offentliggjøring frem til kl. 17.30. Det antas at endringen ikke vil få større praktiske konsekvenser, men dersom den flaggepliktige transaksjonen mv. gjøres i tidsrommet kl. 16.30 – 17.30, vil det nå være mindre rom enn hva som praktiseres i dag for å utsette flaggemelding til åpning påfølgende børsdag. Endringen vil få ikrafttredelse fra 1. april 2017.

4.2.2.2 Kritikkbrev, Rapportering av manuelle handler, 06.02.2017

Det vises til e-postkorrespondanse 23. november 2016 og 28. november 2016. Forholdet gjelder for sent rapportering av totalt 20 obligasjonshandler i åtte ulike obligasjonslån. Alle lånene er notert på Oslo Børs og ligger innenfor segmentet OBUL som brukes for Covered Bonds.

Danske Bank meldte selv ifra om at de ovennevnte obligasjonshandlerne ikke var rapportert rettidig i en e-post til Oslo Børs 23. november 2016. Det ble da informert om at 12 obligasjonshandler som opprinnelig var gjort i perioden 07.09.2016 – 18.11.2016, ikke var blitt meldt. Disse handlerne ble meldt senere samme dag. Oslo Børs ba i den anledning om en redegjørelse for årsaken til den manglende rapporteringen, samt en fullstendig liste over hvilke lån dette gjaldt. I den forbindelse ble det avdekket at ytterligere åtte obligasjonshandler ikke var meldt. Disse handlerne ble meldt 28. november 2016.

I svaret til Oslo Børs ble det forklart at årsaken til den manglende rapporteringen skyldtes bruk av feil server til deres automatiske rapporteringssystem. Serveren, som var blitt installert i september, inneholdt en feil som innebar at ett segment var blitt utelatt. Dermed ble ikke handler innenfor dette segmentet meldt, selv om handelen skulle vært korrekt registrert av megleren. Feilen ble oppdaget 22. november 2016, og Børsen ble umiddelbart informert om forholdet.

Medlemmer på Oslo Børs er forpliktet gjennom handelsreglene for Oslo Børs MTR 3010 å melde alle handler medlemsforetaket er delaktig i med mulighet for utsatt offentliggjøring. Rapporteringen skal skje innen fem minutter.

Børsens vurdering

Børsen skal regelmessig overvåke medlemmers etterlevelse av børsens egne regler, jf. børsloven § 27.

Medlemmer på Oslo Børs er forpliktet til å rapportere "off order book" handler i finansielle instrumenter som er notert på Oslo Børs' markedsplasser iht. MTR kapittel 3. Danske bank har vært i brudd med MTR pkt. 3010 og 3020 som følge av at de ovennevnte 28 handler ikke ble rapportert rettidig. Rettidig rapportering skal sikre gjennomlysning i markedet på utførte avtaler, noe som er viktig av flere grunner. Rettidig rapportering er blant annet nødvendig for å kunne kontrollere kursnoteringen reflekterer faktisk markedsverdi og videre kunne forebygge mulig markedsmissbruk ved at handelene blir offentlige og åpne for vurdering. For investoren er rapportering et viktig ledd for å kunne danne seg et bilde av hva som er god kjøps- og salgskurs, og i forlengelsen av dette en mekanisme for å kontrollere at transaksjonen han/hun har vært part i har blitt gjennomført til markedsmessige betingelser.

Obligasjonsmarkedet er i utgangspunktet et mindre transparent marked enn aksjemarkedet, og det er kun de rapporterte handelene som viser aktuell markedsverdi. Ved å unnlate å rapportere obligasjonshandler, vil ingen av de ovennevnte hensynene bli oppfylt. Prisene i obligasjonsmarkedet er normalt fremforhandlet av meglerne, noe som gir investoren svært begrenset evne til å påvirke handelskursen. Når handelene ikke blir meldt, vil dette medføre en enda større ulempe for investoren, noe Børsen anser som alvorlig.

Som medlem på Oslo Børs er rapporteringsforpliktelsen en helt sentral forpliktelse, og dermed en oppgave som bør ha høy prioritet. Medlemmet er derfor ansvarlig for selv å kontrollere at de handler som meldes faktisk blir meldt. Ansvarer kan ikke flyttes over på systemtekniske svakheter. Medlemmet skal til enhver tid ha implementert rutiner og kontroll for å forhindre feil i deres systemer. Det følger av MTR pkt 1400 at medlemmet selv er ansvarlig for systemer som er knyttet opp mot børsens handelssystem.

Danske Bank har tidligere blitt kritisert for brudd på plikten til å rapportere handler, både i april 2013 og oktober 2014. Det ble da varslet at fremtidige brudd vil kunne føre til overtredelsesgebyr. Det har i dette tilfellet blitt lagt stor vekt på at Danske Bank selv oppdaget feilen og umiddelbart meldte ifra om dette. Det er også av betydning at tidligere kritikkbrev har hatt bakgrunn i brudd av et større omfang, og tidligere brudd har vært kjennetegnet av en mer gjennomgående svikt. Når feilen var indentifisert ble det straks iverksatt tiltak for å rette opp i forholdet.

På bakgrunn av dette har Børsen valgt å avslutte saken med kritikk. Oslo Børs anser saken for å være avsluttet med dette brev, men brevet kan inngå som en del av Børsens "Vedtak og uttalelser" som veiledning for andre markedsaktører. Det forventes at Danske Bank tar kritikken alvorlig og iverksetter nødvendige tiltak for å forsikre at lignende hendelser ikke gjentar seg.

4.2.2.3 Interoil Exploration and Production ASA – regarding communication of changes in drilling timeline to the market, 21.04.2017

Background

Reference is made to the e-mail correspondence between Oslo Børs ASA and InterOil Exploration and Production ASA (“IOX” or “the Company”) 13 – 17 March 2017 regarding stock exchange announcements released by IOX on www.newsweb.no on 29 December 2016, 31 January and 1 March 2017 (together “the Announcements”).

In the announcement dated 29 December 2016 IOX communicated the plan to finish the drilling of the Altair well by the end of January 2017, subject to permits and other local approvals. On 31 January 2017 the Company stated in a stock exchange announcement that drilling of the Altair well would commence on 20 February 2017, with projected completion by 11 March. Changes to the timetable were due to adverse weather conditions and delays in obtaining the requisite permits. On 1 March 2017, the Company announced that drilling of the Altair well was expected to commence on 8 March. The delay was due to blocking of a road. On 17 March, it was confirmed that drilling operations on Altair began as expected.

Oslo Børs made an enquiry to IOX on 13 March regarding the timing of the mentioned announcements. The announcements had information about delays in commencement of drilling of the Altair well. Specifically, Oslo Børs questioned at which time the Company understood that the previously communicated drilling timeline would not be met and if knowledge about any of the postponements constituted inside information, cf. the Securities Trading Act, (“STA”) section 3.2.

Shareprice development in relation with the Announcements

The first postponement was announced on 31 January 2017, before the opening of the market. According to the announcement of 29 December, the drilling should have been completed (subject to certain conditions) at this point in time. However, commencement of drilling had not been reached yet. The share price dropped 14.25 % from the official close price on 30 January (NOK 8.98) to the official opening auction on 31 January (NOK 7.70). The closing price on 31 January was NOK 6.90 which implies a further intraday share price drop of 10.4 % and a total drop of 23.16 % since closing on 30 January. Oslo Børs also observed a significant increase in trading volume on the basis of this announcement compared to the previous two weeks.

The second postponement was announced on 1 March 2017, after the close of the market. Drilling should have commenced on 20 February, according to the previous announcement. However, on 1 March it became known that drilling had not yet started. New anticipated commencement of drilling would be on 8 March. On 2 March the share price increased 5.98 % from the official close price on 1 March (NOK 7.19). The closing price on 2 March was NOK 7.60 which implied an intraday increase in the share price of 0.3 % and an increase of 5.7 % since close on 1 March. Also, a slight increase in daily trading volume was observed to the previous month.

Remarks from the Company

In the Company’s response of 17 March to the enquiry from Oslo Børs dated 13 March, it is stated that IOX realized during the second half of January 2017 that it was unlikely that drilling of the Altair well would be completed within the planned date (i.e. by the end of January 2017).

Regarding the second postponement, publicly announced by the IOX on 1 March 2017, the Company thought the community issues would be resolved within 24 hours, and that the recently announced completion date (i.e. 11 March) could still be met. On this basis, the Company argues that an

announcement regarding delayed commencement of drilling would have been misleading at that point in time.

Furthermore, IOX argues that short term changes in a drilling timeline should not have a significant effect on the share price unless a drilling program is abandoned or the opportunity to drill within the “drilling window” is lost. From the Company’s point of view, the significant share price development seen in relation with the announcement made on 31 January is unreasoned.

Legal basis

Inside information is defined in the STA section 3-2, and handling of such information is regulated in the STA section 5-2 and 5-3. These provisions are all implemented in the Oslo Børs Continuing Obligations for Stock Exchange Listed Companies section 3.1.1 and 3.1.2:

3.1.1 The content of the duty to provide information

(1) The company shall without delay and on its own initiative publicly disclose inside information that concerns the company directly, cf. Section 3-2, first to third paragraphs, of the Securities Trading Act.

(2) Inside information shall mean any information of a precise nature relating to financial instruments, the issuer thereof or other circumstances which has not been made public and is not commonly known in the market and which is likely to have a significant effect on the price of those financial instruments or of related financial instruments.

(3) Information shall be deemed to be of a precise nature if it indicates circumstances that exist or may reasonably be expected to come into existence or an event that has occurred or may reasonably be expected to occur and which is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of those circumstances or that event on the price of the financial instruments or related financial instruments.

(4) Information which would be likely to have a significant effect on the price of financial instruments or related financial instruments shall mean information of the kind which a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions.

(...)

Section 3.1.2 describes that the company may delay the public disclosure of inside information, under certain conditions.

Oslo Børs’ considerations and conclusions

Oslo Børs acknowledges the opinion of the Company that short term changes in communicated drilling timeline should not have a significant effect on the share price unless a drilling program is abandoned or the opportunity to drill within the “drilling window” is lost. However, Oslo Børs would like to argue that it may depend on the nature of each postponement, e.g. length of time, cost effects etc. In the opinion of Oslo Børs the share price effect from such postponements also depends on the market expectations created by a company’s previous announcements.

Without concluding on the effect of the changes in the drilling program in this particular case and without concluding whether such changes represent inside information, cf. STA section 3-2, Oslo Børs would like to recommend the Company to provide the market participants with updates on key dates in a timely manner. In this particular case, Oslo Børs’ view is that best practice would have been to communicate updated anticipated dates to the market once it was realized that a revised timeline

would be needed. Communicating an updated commencement date at point in time when drilling should have been completed according to previous announcements, which was done in this particular case seems late to Oslo Børs and there is a risk that market participants may be misled by such practice.

In the opinion of Oslo Børs and on a general basis market expectations are created once specific dates in any timeline are communicated by a company. When such expectations have a wrong basis, the Company should release new updated information in order to avoid the risk of any market participants being misled. In cases where such deviations represent inside information, cf. STA section 5-2, the new information should be publicly disclosed without delay and on the initiative of the company.

Regardless whether small changes to a communicated drilling timeline represent inside information for the IOX share or not, Oslo Børs would like to encourage IOX to communicate future similar deviations from an announced timeline to the market when it is realized that a revised timeline will be needed and alternative dates have been set. On a general basis, specific guidance to the market regarding an expected timeline requires that the company must be diligent in providing the market with updates when deviations to the timeline are identified.

Oslo Børs has decided to provide IOX with this guidance in order present our views and recommendations for future similar deviations from an announced drilling timeline.

4.2.2.4 Protector Forsikring ASA - kritikk for sen offentliggjøring av separat melding ifm. Kontantutbytte

Det vises til børs melding fra Protector Forsikring ASA ("Selskapet") av 20. april kl. 19:02 som inneholdt nøkkelinformasjon ifm. kontantutbytte for Selskapet. Denne informasjonen ble videre oppdatert påfølgende dag kl. 10:04 (jf. korreksjon av "record date").

Ovennevnte informasjon er offentliggjort som følge av bestemmelsen som følger av Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper (Løpende forpliktelser) pkt. 3.2 (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."

Ovennevnte børs meldinger inneholder den informasjon som er angitt i bestemmelsen og er iht. gjeldende mal for kontantutbytte tilgjengelig på børsens hjemmeside. Det fremkommer imidlertid også av bestemmelsen at fristen for slik offentliggjøring er "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". Det vises herunder til dialog mellom Selskapet og Oslo Børs 20. april hvor selskapet ble gjort oppmerksom på forpliktelsen til å offentliggjøre en separat melding.

I børs melding av 30. mars kl 23:26 offentliggjorde Selskapet innkalling til ordinær generalforsamling 20. april. Her fremkom det forslag om utbetaling av utbytte på NOK 2,25 per aksje, at aksjen ville bli

handlet eksklusive retten til å motta utbytte fra og med 21. april 2017 samt at utbyttet ville bli utbetalt ca. 5. mai 2017. På dette grunnlag er det ansett at de relevante datoer som skal inngå i en separat melding etter løpende forpliktelser pkt. 3.2 var kommunisert eksternt. Således skulle også den separate meldingen vært offentliggjort på dette tidspunktet. Den separate meldingen ble som innledningsvis nevnt først offentliggjort 20. april, og da etter en påminnelse fra børsen, og fristen er således overtrådt med tre uker. Videre var offentliggjørings tidspunktet heller ikke innenfor fristen som angis i løpende forpliktelser pkt. 11.2 (1) som fastslår at;

"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."

I dette tilfellet ble aksjen handlet eksklusiv retten til utbytte dagen etter at separat melding var kommunisert.

Børsen er kritiske til at Selskapet ikke sendte separat melding innen fristen 30. mars, den relativt lange oversittelsen og at melding først ble offentliggjort etter at børsen gjorde selskapet oppmerksom på forholdet. Bestemmelsen er utformet med tanke på at markedsaktørene skal få sentral nøkkinformasjon om planlagte selskapshandlinger på en oversiktlig måte, selv om opplysningene er tilgjengeliggjort f.eks. gjennom en innkalling til generalforsamling.

Oslo Børs vil ikke forfølge saken utover den kritikk som fremkommer i denne e-post. Vi ber imidlertid om at Selskapet gjennomgår sine rutiner for å sikre at man i fremtiden følger nevnte bestemmelser i løpende forpliktelser. Vi gjør videre oppmerksom på at innholdet i denne e-post kan inngå i børsens årlige utgivelse "Vedtak og uttalelser" som en rettleiding til andre markedsaktører.

4.2.2.5 Norsk Hydro ASA - Brev vedrørende for sen innkalling til ordinær generalforsamling, 28.04.2017

Oslo Børs viser til børsmeldinger av 26. april 2017 fra Norsk Hydro ASA ("**Selskapet**") vedrørende innkalling til generalforsamling 3. mai 2017. I forkant av offentliggjøringen, dvs. på ettermiddagen 25. april 2017, var Selskapet i kontakt med børsens Noteringsavdeling hvor det ble informert om at det ikke var sendt en børsmelding om innkallingen, og at dette skyldtes en forglemmelse.

I dialogen den 25. april 2017 ble det fra Selskapets side bekreftet at innkallingen var sendt til samtlige aksjonærer ca. tre uker tidligere. Oslo Børs legger således til grunn at innkallingen til aksjonærene er sendt til Selskapets aksjonærer i samsvar med allmennaksjelovens krav, herunder innenfor innkallingsfristen på 21 dager.

Det følger imidlertid av Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper ("**Løpende forpliktelser**") pkt. 10.3 (2) at Selskapet skal offentliggjøre innkalling til generalforsamling. Fremgangsmåte for offentliggjøring fremkommer av løpende forpliktelser pkt. 5.1, og videre skal opplysningene lagres i den offisielle lagringsmekanismen ("**OAM**")¹⁵ etter pkt. 5.2 samtidig med offentliggjøring. Tidsfristen for offentliggjøring og lagring av innkallingen fremkommer av løpende forpliktelser pkt. 3.6 "*Melding til aksjonærene skal offentliggjøres senest samtidig med utsendelse*". Det innebærer at innkallingen til generalforsamlingen med vedlegg skulle vært offentliggjort og lagret senest samtidig med at innkallingen ble sendt aksjonærene.

¹⁵ www.newsweb.no fungerer som OAM for utstedere med Norge som hjemstat

Selskapet har ikke oppfylt sine forpliktelser iht. ovennevnte bestemmelser og børsen ønsker med dette å understreke at det er Selskapets ansvar at innkalling til generalforsamling offentliggjøres og lagres rettidig. Dette for å sikre at både potensielle nye, eksisterende aksjonærer og andre markedsaktører får informasjonen på samme tidspunkt og at informasjonen ligger lagret i den offisiell lagringsmekanisme. Generalforsamlingsinformasjon anses som relevant informasjon for markedet generelt, og i dette tilfellet ble informasjonen offentliggjort dagen etter at fristen for eiere av forvalterregistrerte aksjer til å registrere seg direkte i VPS utløp, noe som var en forutsetning for at de skulle kunne utøve sine rettigheter på generalforsamlingen. Det vises i denne sammenheng til retningslinjer gitt avslutningsvis i innkallingen, samt informasjon som fremkommer av påmeldingsskjemaet som var vedlagt innkallingen. For et stort selskap som Norsk Hydro, med en betydelig utenlandsk aksjonærbase som har sine aksjer registrert gjennom forvalterkonti, er ovennevnte problematikk særlig relevant. I dette tilfelle kan det ikke utelukkes at den sene offentliggjøringen har skapt problemer for utenlandske aksjonærer som eier aksjer gjennom forvalterkonti, som eventuelt ønsket å stemme, ved at de ikke fanget opp generalforsamlingsinnkallingen før den ble offentliggjort og gjort tilgjengelig på www.newsweb.no den 26. april 2017.

Vi vil ikke forfølge saken utover dette brevet, og ser positivt på at Selskapet selv oppdaget feilen og herunder underrettet børsen. Vi ber likevel om at Selskapet gjennomgår sine rutiner for å sikre at man i fremtiden følger nevnte bestemmelser i løpende forpliktelser. Dette brevet vil ikke bli offentliggjort, men kan inngå i børsens årlige utgivelse "Vedtak og uttalelser".

4.2.2.6 Sparebanken Sør – Veiledning vedrørende offentliggjøring av ratingrapporter – 05.09.2017

Oslo Børs sender denne e-post for å veilede på børsens vurderinger i forbindelse med offentliggjøring av ratinger.

Det vises til ratingrapport fra Moody's datert 10. juli 2017. Rapporten dekker fem sparebanker som har egenkapitalbevis og obligasjonslån notert på Oslo Børs, deriblant Sparebanken Sør. Ratingutsiktene («outlook») endres fra stabil til negativt i denne rapporten. Bankenes innskudds-, seniorgjeld- og utstederrating ble samtidig bekreftet til å være uendret. De negative utsiktene er utløst av lovforslag fremlagt av Finansdepartementet 21. juni 2017 som har til hensikt å gjennomføre EUs krisehåndteringsdirektiv (BRRD) og innskuddsgarantidirektiv.

Oslo Børs har observert at de fire øvrige bankene berørt av rapporten fra Moody's offentliggjorde ratingrapporten i børsmeldinger på kvelden 10. juli 2017 og morgenen den 11. juli 2017 før børsåpning, og at Sparebanken Sør ikke har offentliggjort den aktuelle rapporten i børsmelding. Sparebanken Sør har tidligere offentliggjort lignende ratingrapporter, f.eks. den 7. november 2016.

Oslo Børs vil for ordens skyld informere om at det i børsens informasjonspliktguide for obligasjonsutstedere står følgende: «Offisielle ratinger, dvs. ratinger utarbeidet etter dialog med og/eller på oppdrag fra låntaker, vil kunne utgjøre innsideinformasjon og således være opplysninger låntaker plikter å informere markedet om. Dette gjelder både når låntaker mottar en rating for første gang og i de tilfeller hvor ratingbyråene senere beslutter å endre låntakers rating. Oslo Børs vil anbefale låntaker å offentliggjøre informasjon om offisielle ratinger til markedet, også i de tilfellene hvor ratingen ikke vurderes som innsideinformasjon.»

Vi innser at ratingrapporten allerede var offentlig tilgjengelig og at forholdet derfor neppe utgjør innsideinformasjon, jf. definisjonen i verdipapirhandelloven 3-2. Likevel vil vi oppfordre Sparebanken Sør til å vurdere å offentliggjøre ratingrapporter i børsmelding i fremtiden av IR hensyn, selv om de

ikke skulle vurderes til å utgjøre innsideinformasjon. Med denne e-posten ønsker vi også løfte frem børsens generelle syn på ratingrapporter slik at det er mer tilgjengelig til fremtidige lignende situasjoner.

Oslo Børs vil ikke følge opp dette videre og avslutter vår oppfølging med denne e-post.

Det gjøres oppmerksom på at Oslo Børs kan benytte denne e-posten som veiledning til andre markedsaktører ved å innta brevet i børsens publikasjon «Vedtak og uttalelser».

4.2.2.7 Ocean Yield ASA – Veiledning vedrørende børsmelding med nøkkelinformasjon om kontantutbytte – 05.09.2017

Det vises til børsmelding med nøkkeldatoer om kontantutbytte fra Ocean Yield ASA («Selskapet») den 18. juli 2017 kl. 10.16. Aksjen skulle handles eksklusiv retten til utbytte fra og med samme dag. Dette ble også opplyst i børsmelding, kl. 9.59 som ble lagt ut av Oslo Børs etter telefonsamtale med Selskapet. Selskapet hadde også opplyst om utbytte og nøkkeldatoer i sin halvårsrapport som ble offentliggjort den 13. juli 2017.

Hensikten med denne e-posten er å informere om viktigheten med børsmelding med nøkkeldatoer selv om den samme informasjonen allerede er offentliggjort i tidligere børsmeldinger.

I dette tilfelle skulle separat melding med nøkkeldatoer allerede vært offentliggjort den 13. juli 2017 direkte i etterkant av at halvårsrapporten var offentliggjort. Dette følger av børsens løpende forpliktelser («LF») pkt. 3.2.(3): «Ved kontantutbytte (...) skal det i tillegg til melding som beskrevet i annet ledd, offentliggjøres en separat melding som opplyser om relevante nøkkeldatoer (...) 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.». I praksis betyr dette at børsmelding med nøkkeldatoer om selskapshandlinger må offentliggjøres i separat børsmelding med en gang de er kommunisert eksternt og uansett senest to børsdager før aksjen går eksklusiv retten til f.eks. utbytte. Bakgrunnen for at melding med nøkkeldatoer om selskapshendelser senest skal offentliggjøres to børsdager før aksjen handles eksklusiv rettighet er at regelverket forsøker å gi markedsaktørene en viss tid å innrette seg etter informasjonen.

I 2016 innførte Oslo Børs en standardisert fremgangsmåte for offentliggjøring av nøkkeldatoer for selskapshandlinger som f.eks. kontantutbytte. Børsens erfaring var at ex-datoer og annen viktig nøkkelinformasjon ble inntatt i finansielle rapporter og på selskapenes hjemmesider og var enkelte ganger noe utilgjengelig for markedsaktørene. Børsens vurdering var at nøkkeldatoer for selskapshandlinger burde offentliggjøres med separat melding, fordi tilgang til tilstrekkelig og rettidig informasjon om selskapshandlinger er av stor betydning for markedsplassen og markedsaktørene. Informasjonen brukes bl. a. til å sikre riktig datagrunnlag for børsens indekser og systemer, samt korrekt prising av selskapenes aksjer.

I dette tilfellet etterlyste Selskapet børsmelding fra Oslo Børs på ex dato. Når en aksje går ex-rettighet har Oslo Børs som rutine å offentliggjøre en påminnelse samme dag, før børsåpning. Denne meldingen er ment som en service fra Oslo Børs til markedsaktørene og forutsetter at selskapet har offentliggjort melding med nøkkelinformasjon om den aktuelle hendelsen.

Oslo Børs har i ettertid sett nærmere på de konkrete handlene som ble gjort i OCY aksjen den 18. juni 2017 før melding om ex. retten til utbytte var sendt. Det fremstår for oss at markedsaktørene i stor grad likevel hadde tilpasset seg ex datoen for utbytteutbetalingen, selv om egen melding med nøkkeldatoer ikke var offentliggjort i tråd med de løpende forpliktelser.

Selskapet har betalt ut kvartalsvis utbytte flere ganger etter at nevnte bestemmelser trådte i kraft i børsens regelverk, og offentliggjøring av meldinger med nøkkelinformasjon har da blitt håndtert korrekt. Oslo Børs legger derfor til grunn at sen offentliggjøring av børsmelding med nøkkelinformasjon om kontantutbytte for 2. kvartal 2017 var en glipp. Oslo Børs velger derfor ikke å forfølge saken utover denne e-posten.

Oslo Børs vil ikke offentliggjøre denne e-posten, men det kan inngå som en del av Børsens publikasjon «Vedtak og uttalelser» som veiledning for andre markedsaktører.

4.2.2.8 IDEX ASA - Letter regarding the duty to promptly disclose inside information, 23.08.2017

1. Background

Reference is made to the stock exchange notice by IDEX ASA (the “**Company**”) of 21 April 2017 at 08:16 (CET) where the Company announced that its flexible off-chip fingerprint sensor was featured in Mastercard’s next generation biometric card.

The day before, on 20 April 2017 at 06:00 (CET), Mastercard had announced a press release where they unveiled its next generation biometric card based on fingerprint scanning technology. The press release stated that the first trials of the new card had been carried out in South Africa and that additional trials would be conducted over the next months. Furthermore, it stated that a full roll out of the biometric card was expected to be carried out later this year.

The share price of IDEX increased from NOK 7.00 to NOK 7.69 the day before on 20 April 2017, which entailed an increase of approximately 9.85%. On 21 April 2017, the share price increased an additional 7.7% to NOK 8.60.

Given the increased share price and the discrepancy in time between the press release from Mastercard and the Company’s stock exchange notice, the Oslo Stock Exchange requested an account from the Company of the factual circumstances and time line with respect to the Company’s product being featured in Mastercard’s biometric card. The Exchange also requested information about if and when the Company considered the fact that the Company’s product would be featured in Mastercard’s biometric card constituted inside information pursuant to the Norwegian Securities Trading Act (the “**STA**”) section 3-2.

2. The Company’s account of the matter

The Company first disclosed to the market that it had entered into a strategic partnership with an undisclosed global payments company for the development of a worldwide biometric payment card program on 29 June 2015. The parties have since collaborated to develop a technically and commercially viable solution for biometric cards. The Company has continuously given updates to the market, in its interim reports and other announcements, on the progress of the strategic partnership regarding the development of the biometric card. The updates have included milestones such as completion of pilots and expected commencement of end-customer trials.

The Company has accordingly disclosed that it has been working on a strategic programme with an undisclosed global payment provider for a biometric card over a period of nearly two years and is of the opinion that relevant information about the progress of the programme has been disclosed during the period. The Company has argued towards the Exchange that there are only three global payment providers (i.e. Mastercard, Visa and Amex) and the fact that the Company’s partner was

Mastercard (and, by implication, neither of the other two) therefore was not considered inside information by the Company.

The Company has stated to the Oslo Stock Exchange that the development programme was in a test phase in April 2017, with pilots and trials still to be completed prior to a formal certification process. Following the certification, the biometric card was at the time expected to be available for production towards the end of 2017 with subsequent market deployment, and that there were still uncertainties related to timing and volumes of shipments of the final product. The Company has informed the Exchange that no supply agreement had been entered into and that the Company had not received purchase orders from Mastercard or partners for commercial volume orders.

On 20 April 2017 at 06:00 (CET), Mastercard published the said press release. The release did not include any references to the Company. However, during the day 20 April 2017, it became evident to the Company that the release from Mastercard attracted attention, generally from various media in many countries, and specifically from some of the Company's stakeholders. The Company received several phone calls and e-mails from analysts and investors who asked if the Company could confirm that the Company's sensor was featured in Mastercard's biometric card. The Company has stated that it was of the view that the increase in its share price during that day was largely, if not exclusively, caused by the release from Mastercard and the speculation or belief in the market regarding Company's involvement in the biometric programme that had specifically been trialed in South Africa.

Due to the enquiries from analysts and investors and the misleading rumors, the Company decided to clarify that it was the Company's sensor that was featured in Mastercard's biometric card. Given the applicable confidentiality obligations imposed on the Company by contract, the Company thereafter proceeded to obtain confirmation from Mastercard as to such a stock exchange clarification. Mastercard is based in New York, which is six time zones behind Norway. The Company has informed the Exchange that the approval to disclose was received from Mastercard at 23:12 (CET) the same evening and that the Company prepared its release overnight which was issued to the market on 21 April 2017 at 08:16 (CET).

3. Listed companies' duty to provide information to the market

Section 5-2 (1) of the STA, cf. section 3.1.1 of the Continuing Obligations, stipulates that listed companies must without delay and on their own initiative publicly disclose inside information which concerns the issuer directly, cf. section 3-2 (1) to (3) of the STA. Inside information is defined in section 3-2 (1) of the STA: "*Inside information' means any information of a precise nature relating to financial instruments, the issuers thereof or other circumstances which has not been made public and is not commonly known in the market and which is likely to have a significant effect on the price of those financial instruments or of related financial instruments.*"

The definition imposes three main conditions for information to be deemed to be inside information. Firstly, the information must be information of a precise nature relating to the financial instruments in question. Secondly, the information must be likely to have a significant effect on the price of the financial instruments. Finally, the definition relates to information which has not been made public and is not commonly known in the market.

The first and second main conditions for information to be deemed to be inside information (i.e. the requirements for information to be of a precise nature and likely to have a significant effect on the share price) are explained in greater detail in STA Section 3-2 (2) and (3): "*(2) 'Information of a precise nature' means information which indicates circumstances that exist or may reasonably be expected to come into existence or an event that has occurred or may reasonably be expected to occur and which is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of*

those circumstances or that event on the price of the financial instruments or related financial instruments. (3) 'Information likely to have a significant effect on the price of financial instruments or of related financial instruments' means information of the kind which a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions."

According to the first main condition, the information must at a minimum indicate that circumstances exist or may reasonably be expected to come into existence or an event has occurred or may reasonably be expected to occur. Neither the wording of the legislation, the preparatory work on the legislation nor established practice impose any restrictions on what can actually constitute "information", subject to the other conditions being satisfied.

Moreover, pursuant to section 3-2 (2) of the STA, the information must be sufficiently precise for it to be possible to draw a conclusion on the possible effect of the information on the price of the financial instruments in question. According to the preparatory work on the legislation, the requirement stipulated by the wording for information to be of a precise nature is intended to exclude rumors and speculation, cf. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) section 4.5. In connection with the implementation of the EU Market Abuse Directive, the Norwegian Financial Supervisory Authority (Nw. *Finanstilsynet*) has taken the view that information can be of a precise nature even if it is not complete, unambiguous, final or unconditional, so long as it is sufficiently specific, cf. page 15 of Consultation document dated 1 March 2004.

The second main condition for the definition of inside information, namely that the information must be likely to have a significant effect on the price of the financial instruments, is further clarified in the STA by the "reasonable investor test", cf. section 3-2 (3). The preparatory work for the STA set out the criteria in this connection as "*information of the type that a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions*", cf. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) section 4.5. The wording of the legislation does not include any condition that the information must actually affect the price of the financial instruments in question. Accordingly, this test applies in advance of the event or circumstance in question (which may for example be a purchase or the public disclosure of information).

In order for information to be subject to the definition of inside information, the information must not have been made public or be commonly known in the market. Evaluating whether particular information must be deemed to be inside information requires a case-by-case approach. The evaluation is relative, and may reach different conclusions for different companies and markets. The responsibility for supervision and imposing sanctions in respect of the rules for the public disclosure of inside information is delegated to Oslo Børs, cf. section 17-4 (3) third sentence of the STA and section 15-2 (2), cf. section 13-1 of the Norwegian Securities Trading Regulations.

4. The Oslo Stock Exchange's assessment

The question is whether the fact that the Company's product would be featured in Mastercard's next generation biometric card constituted inside information pursuant to section 3-2 of the STA and whether this information was timely disclosed to the market pursuant to section 5-2 (1) of the STA, cf. section 3.1.1 of the Continuing Obligations.

The Exchange can agree with the Company that the fact that Mastercard was the global payment provider the Company was partnering with, in itself did not constitute inside information. However, taken together with the fact that Mastercard made a public announcement where they unveiled their next generation biometric card, where the Company's fingerprint sensor would be featured, the Exchange is of the opinion that this constituted a significant milestone for the Company in terms of the biometric card programme. Although the Company has given the market regular updates about the status of pilots and trials, the fact that the global payment company remained unnamed

represented an uncertainty for the market in terms of the global payment company's final commitment to actually using the Company's fingerprint sensor in one of its products.

The press release from Mastercard stated, among other things, Mastercard's view on and status of trials and expected time for full roll out of the biometric card. Although there according to the Company still were certain uncertainties relating to timing and volumes of the final product, the Exchange is of the opinion that Mastercard's announcement of the biometric card marked an important level of commitment from Mastercard in terms of the partnership with the Company on the biometric card. The Exchange is therefore of the opinion that at the time Mastercard made the public announcement on 20 April 2017, the fact that it was the Company's fingerprint sensor that would be used in Mastercard's biometric card, was information that was likely to have a significant effect on the Company's share price.

The Exchange also notes that the Company's stock exchange release of 21 April 2017 informing that the Company's fingerprint sensor would be featured in Mastercard's biometric card did not include any reservations in terms of the uncertainties the Company has highlighted towards the Exchange regarding timing and volumes of the final product. The Exchange would also like to remark that the Company has had a relatively low threshold in terms of updates on the progress, which the Exchange is of the opinion contributed to an expectation in the market of disclosure of this information when Mastercard published the press release on 20 April 2017.

For the reasons set out above, the Exchange considers that the information that the Company's fingerprint sensor would be featured in Mastercard's next generation biometric card constituted inside information at the time Mastercard announced their press release on 20 April 2017.

The Company has informed the Oslo Stock Exchange that they did not receive a confirmation from Mastercard that they could disclose that it was the Company's fingerprint sensor that would be featured in the biometric card that Mastercard had announced until 23:12 (CET) on 20 April 2017 and that they prepared the stock exchange release the same evening. The Company's stock exchange notice was published at 08:16 hours (CET) on 21 April 2017.

The Exchange takes this opportunity to emphasize that the Company's obligation to disclose inside information prevails any confidential contractual obligations and that it is essential for listed issuers to have regulations in their agreements in place that cater for the Company's obligations as a listed issuer. This to ensure that release of information relating to a matter which can be price sensitive to the Company's share price to the best extent is coordinated between the parties. In addition, it is important that the Company has contractual obligations in place that cater for situations where the Company can become obliged to disclose inside information immediately, for example where the conditions for delayed publication are not fulfilled.

In addition, the Oslo Stock Exchange refers to Circular 1/2017 of 1 March 2017 where the Exchange informs about the change of practice regarding disclosure of inside information outside the Exchange's opening hours. The changes came into effect on 1 April 2017 and entails that issuers must immediately disclose inside information that arises outside the Exchange's opening hours, it is no longer sufficient that the information is disclosed prior to the opening of the Exchange. The stock exchange notice from the Company should therefore in any event have been released as soon as possible the confirmation was received as opposed to the next morning prior to opening of trade.

After an overall consideration, the Oslo Stock Exchange has decided not to pursue this matter further. This letter therefore concludes the Exchange's handling of the matter. Please note that the Exchange may use this letter as guidance to other market participants by including the letter in its publication "Decisions and statements made by Oslo Børs".

4.2.2.9 Monobank ASA – brev vedrørende ex.dato for reparasjonsemisjon – 31.10.2017

Det vises til børsmelding fra Monobank ASA («Selskapet») datert 18. oktober 2017 vedrørende rapportering av resultatet for 3. kvartal 2017, samt annonsering av en rettet emisjon i størrelsesorden NOK 175-225 millioner.

Den rettede emisjonen ble rettet mot bestemte eksisterende aksjonærer og eksterne investorer og prisen var fastsatt til NOK 3,70 per aksje. Selskapet hadde innhentet forhåndstegninger for NOK 80 millioner. Gjennomføringen av den rettede emisjonen var betinget av styrets godkjenning av allokering av aksjene, godkjenning fra generalforsamlingen og godkjenning fra Finanstilsynet.

Børsmeldingen opplyste at Selskapet, forbeholdt gjennomføring av den rettede emisjonen, hadde til hensikt å gjennomføre en reparasjonsemisjon på opp til NOK-beløp tilsvarende EUR 4 999 999 på samme tegningskurs som i den rettede emisjonen. Reparasjonsemisjonen ble opplyst å bli rettet mot eksisterende aksjonærer per utløpet av tirsdag 17. oktober 2017. Aksjen ble opplyst å handle eksklusiv rett til å delta i reparasjonsemisjonen fra og med onsdag 18. oktober 2017. Mandag 23. oktober 2017 publiserte Selskapet børsmelding om at den rettede emisjonen var gjennomført.

Det følger av løpende forpliktelser for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market («Merkureglene») punkt 3.2 (2) at meldinger om forslag til beslutninger om blant annet kapitalforhøyelser skal inneholde nødvendig informasjon som gjør det mulig å beregne virkningen av den aktuelle hendelsen, herunder på hvilket tidspunkt aksjen skal handles eksklusiv rettighetene («ex.dato»). Av dette følger at ex.dato ikke kan settes før all nødvendig informasjon som gjør det mulig å beregne effektene av kapitalforhøyelsen er på plass og meldt i henhold til Merkureglens punkt 3.2 (2).

For at markedet skal kunne beregne virkningen av reparasjonsemisjonen, må således tegningskurs og maksimalt antall aksjer som kunne utstedes i reparasjonsemisjonen være på plass før ex.dato kan fastsettes. I den foreliggende sak var antall aksjer i reparasjonsemisjonen ikke fastsatt da meldingen som inneholdt informasjon om ex.dato den 18. oktober ble publisert før børsåpning den 18. oktober 2017. Selv om meldingen inneholdt informasjon om tegningskurs per aksje og maksimalt tegningsbeløp, medførte angivelsen av maksimalt tegningsbeløp i reparasjonsemisjonen i euro, samt det faktum at den rettede emisjonen ikke var plassert, enkelte usikre parametere for en helt korrekt beregning av virkningen.

Selskapet har anført at ex.dato måtte settes til 18. oktober 2017 ettersom et begrenset antall av hovedaksjonærene i Selskapet deltok i den rettede emisjonen, og at dersom ex.dato ble satt senere enn 18. oktober ville disse kunne innordnet seg slik at de også kunne være med i reparasjonsemisjonen. Børsen ønsker i den forbindelse å understreke at et vilkår for deltakelse i reparasjonsemisjonen var opplyst å være at man ikke hadde deltatt i den rettede emisjonen. Gitt at dette gjaldt et begrenset antall aksjonærer, mener børsen at det burde være enkelt for Selskapet å kontrollere at slik omgåelse ikke ville funnet sted. Videre kunne Selskapet også søke å unngå dette på andre måter, for eksempel gjennom bilaterale avtaler med de relevante aksjonærene hvor disse forpliktet seg særskilt til å ikke delta i reparasjonsemisjonen.

Børsen ser at det kan foreligge omstendigheter som gjør at det kan være hensiktsmessig å sette ex.dato tidligere enn hva som følger av børsens regler i spesielle tilfeller, for eksempel der hvor tegningsperioden i den rettede emisjonen går over flere dager, slik som var tilfelle i den foreliggende sak. Børsen vil derimot understreke at det i slike tilfeller må konsulteres med børsen i forkant dersom regelverket skal kunne fravikes. Utstedere har ingen adgang til selv å fravike regelverket slik det ble gjort i denne saken.

Børsen anbefaler videre at informasjon om en særskilt hendelse som en kapitalinnhenting blir offentliggjort gjennom egen børsmelding og ikke kun blir omtalt i samme børsmelding som finansiell rapportering. Børsen erfarer at dette er normal praksis ettersom dette gjør det enklere for markedet å fange opp informasjonen.

Dette brevet avslutter Oslo Børs' behandling av saken. Det gjøres oppmerksom på at børsen kan benytte dette brevet som veiledning til andre markedsaktører ved å innta brevet i børsens publikasjon «Vedtak og uttalelser».

4.2.2.10 AF Gruppen ASA – Brev vedrørende håndtering av beslutning om utbytte – 28.11.2017

1 Innledning

Det vises til børsmelding fra AF Gruppen ASA («Selskapet») datert 9. november 2017 vedrørende beslutning om utbytte på NOK 3,50 per aksje for 2. halvår 2017, med ex.dato 13. november 2017.

2 Sakens faktiske side

Den 1. november 2017 gjorde en markedsaktør Oslo Børs oppmerksom på at det lå registrert et utbytte fra Selskapet på NOK 3,50 per aksje i VPS, med ex.dato 13. november 2017. Ettersom det på dette tidspunktet ikke forelå noen børsmelding fra Selskapet om et slikt utbytte, tok Oslo Børs kontakt med Selskapet for å undersøke forholdet nærmere.

Selskapet opplyste Oslo Børs at styremøte for beslutning av utbytte ikke ville bli avholdt før 9. november 2017 og at utbyttet deretter skulle børsmeldes samme dag med ex.dato 13. november 2017. Selskapet bekreftet at sin kontofører (Handelsbanken Markets) hadde blitt informert om dette underhånden for at de skulle forberede utbytteutbetalingen, men at kontofører ikke skulle informere om dette offentlig.

Selskapet kontaktet deretter Handelsbanken Markets for å undersøke hva som hadde skjedd. Det viste seg at Handelsbanken ved en feil hadde lagt inn offentliggjøring av utbyttet fra Selskapet på NOK 3,50 per aksje den 1. november 2017 med ex.dato 13. november 2017, slik at informasjonen på dette tidspunktet ble synlig for andre kontoførere. Informasjonen ble fjernet fra Handelsbankens systemer så snart Selskapet ble oppmerksom på feilen fra Oslo Børs.

Oslo Børs mente det var uheldig at det forelå informasjon om utbytte fra Selskapet i markedet og anbefalte at Selskapet offentliggjorde en melding om lekkasjen. Selskapet mente det ikke ville være riktig å publisere børsmelding ettersom utbyttet ikke var blitt besluttet ennå. Det ble opplyst at beløpet på NOK 3,50 per aksje kun var et foreløpig anslag («dummy number») og at det ikke var sikkert at styret ville beslutte et utbytte på dette beløpet. Selskapet opplyste derfor at det kunne være villedende å sende en børsmelding om forholdet.

Børsen spurte deretter Selskapet om det kunne hasteinnkalles til et styremøte samme dag for å beslutte utbyttet. Selskapet mente dette ikke var gjennomførbart, og viste blant annet til at styrepapirene først skulle sendes ut 2. november 2017.

3 Selskapets redegjørelse for forholdet

Selskapet har erkjent at det ved en feil ble registrert et utbytte på NOK 3,50 per aksje med ex.dato 13. november 2017 som var synlig for andre i kontoførere i VPS. Selskapet mener likevel det ikke hadde vært riktig å sende børsmelding om forholdet når dette ble oppdaget den 1. november 2017.

Selskapet har anført at en børsmelding den 1. november 2017, uansett innhold, nødvendigvis ville lede til spekulasjoner om at anslaget ville tilsvare det endelige utbyttet. Selskapet mener derfor det ville være mer egnet til å forvirre enn å opplyse markedet å sende en børsmelding om forholdet.

Videre mener Selskapet at det ikke var gjennomførbart å avholde et hastestyremøte for å beslutte utbyttet den 1. november 2017, blant annet fordi styret ikke hadde mottatt styrepapirene til møtet som var planlagt å avholdes 9. november 2017. Disse skulle blant annet inkludere en oppdatering av finansiell status for 3. kvartal og dermed grunnlag for å gjennomføre diskusjon og vurderinger av utbyttet for 2. halvår. Selv om situasjonen var uheldig, har Selskapet anført at det var viktig at det fant sted en forsvarlig behandling av utbyttespørsmålet.

Selskapet har vist til at markedet var kjent med at gjenværende tilgjengelige utbyttekapasitet for utbetaling i 2. halvår 2017 var på NOK 3,57. Oslo Børs forstår at dette ikke er angitt eksplisitt av Selskapet, men noe markedet kunne regne seg frem til basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Selskapet har anført at markedet kunne gjøre kvalifiserte estimater om hvilken range som kunne være aktuell for utbyttet for 2. kvartal. Selskapet mener derfor det ikke forelå innsideinformasjon om utbyttet den 1. november 2017.

Selskapet har opplyst til Oslo Børs at de har gjennomgått sine rutiner rundt kommunikasjonen med kontofører Handelsbanken Markets. Selskapet har også fulgt opp at Handelsbanken Markets tilsvarende har gjennomgått og endret sine rutiner for at slike feil ikke skal skje igjen.

4 Børsens vurdering av saken

Det følger av Løpende forpliktelser for børsnoteerte selskaper («**Løpende forpliktelser**») punkt 3.2 3 (a) at forslag og beslutning i styret, generalforsamling eller annet selskapsorgan om utbytte skal offentliggjøres av Selskapet straks slikt forslag eller beslutning foreligger. Dette må derfor offentliggjøres straks uavhengig av om forholdet er å anse som innsideinformasjon eller ikke.

Oslo Børs ser at det ikke forelå en beslutning fra styret den 1. november 2017 da opplysningene om utbytte ved en feil ble registrert i VPS. Selskapet er heller ikke forpliktet til å offentliggjøre et forslag om utbytte fra administrasjonen til styret i henhold til nevnte bestemmelse. Børsen mener likevel at informasjonen som lå registrert om utbyttet den 1. november 2017, herunder et beløp på NOK 3,50 per aksje og ex.dato 13. november 2017, var såpass detaljert at det var uheldig at dette lå tilgjengelig i deler av markedet uten at Selskapet gikk ut med en melding om forholdet. Børsen kan forstå at det kunne være vanskelig for Selskapet å kommentere lekkasjen, men mener at markedet hadde vært i stand til å håndtere en nøytral børsmelding om at et utbytte feilaktig hadde blitt registrert i VPS, men at dette ikke hadde grunnlag i en beslutning fra Selskapet og først ville bli besluttet den 9. november 2017.

Videre har Selskapet anført at det ikke var mulig å gjennomføre et hastestyremøte for å beslutte utbyttet og deretter sende børsmelding om forholdet, blant annet ettersom styremøtet var satt til 9. november 2017 og styrets medlemmer ikke hadde fått tilsendt styrepapirene. Til dette ønsker børsen å bemerke at styret i et børsnoteert selskap må være forberedt på at det kan oppstå situasjoner som må håndteres utenom de fastsatte datoene for styremøter. Børsen stiller seg også noe kritisk til Selskapets anførsel om at det ikke var forsvarlig å beslutte utbytte samme dag, gitt at det samtidig anføres at markedet selv kunne foreta kvalifiserte estimater om størrelsen på utbyttet for 2. kvartal basert på offentlig tilgjengelig informasjon.

I tillegg synes børsen det er påfallende at størrelsen på utbyttet endte opp på akkurat det beløpet som Selskapet har anført var et foreløpig anslag da det ble kommunisert til Handelsbanken Markets. Børsen er derfor noe kritisk til om dette faktisk var et såkalt «dummy number» eller et beløp

administrasjonen hadde rimelig grunn til å forvente at styret ville beslutte. Dette ville også tilsi at styret burde kunne ta stilling til dette på forholdsvis kort varsel.

Selskapet har vist til at dette også har blitt gjort ved tidligere anledninger, hvor styrets endelige beslutning har avveket fra det foreløpige anslaget på utbyttet som ble benyttet i forberedelsene. Børsen er likevel noe skeptisk til nødvendigheten av å benytte et foreløpig anslag som «dummy number» i forberedelsene dersom dette er beheftet med en slik usikkerhet, fremfor å benytte et mer vilkårlig tall. Selskapet har opplyst til Oslo Børs at de inntil videre vil endre sine rutiner til å legge inn et vilkårlig anslag i systemet til kontofører inntil endelig beslutning fra relevant selskapsorgan i Selskapet foreligger og er offentliggjort.

Oslo Børs tar til etterretning at Selskapet har erkjent feilen som oppsto og gjennomgått sine rutiner for at tilsvarende feil ikke skal skje igjen. Etter en samlet vurdering har Oslo Børs besluttet å ikke forfølge saken ytterligere og dette brevet avslutter derfor Oslo Børs' behandling av saken. Det gjøres oppmerksom på at børsen kan benytte dette som veiledning til andre markedsaktører ved å innta brevet i børsens publikasjon «Vedtak og uttalelser».

4.3 Periodisk informasjonsplikt – regnskapsrapportering

4.3.1 Island Offshore Shipholding L.P. - Offentlig kritikk for brudd på ABM reglene om regnskapsrapportering, 23.03.2017

1 Innledning

Island Offshore Shipholding L.P. («Selskapet») har ett obligasjonslån notert på Nordic ABM. Selskapet har brutt ABM-reglene punkt 3.4.6, ved ikke å offentliggjøre halvårsregnskapet for 2016 rettidig. Regnskapet ble offentliggjort 27. september 2016, 27 dager etter utløp av fristen. En dag senere offentliggjorde Selskapet korrigert halvårsrapport. Bruddet på regelverket er således rettet, og Selskapet er ikke i et pågående brudd med bestemmelsene om regnskapsrapportering i ABM reglene.

Selskapet har tidligere mottatt to kritikkbrev som følge av sen offentliggjøring av års- og delårsrapporter. Basert på en samlet vurdering har Oslo Børs funnet det nødvendig å påpeke forholdet ved å gi offentlig kritikk, jf. ABM reglene pkt. 8.1.

2 Kort om Selskapet og det noterte lånet

2.1 Selskapet¹⁶

Selskapet ble etablert i 2004 og er registrert på Cayman Islands. Selskapets hovedkontor er i Ulsteinvik.

I følge Selskapets årsrapport for 2015 eier Island Investment LLC og Borgstein Skipsinvest 49,5 % av selskapet hver, og Amnor LLC eier 1 %. Det opplyses på Selskapets nettsider at Ulstein og Chouest familiene er majoritetseiere i Selskapet.

Selskapets virksomhetsområde er ulike segmenter innen offshore supply. De har en flåte på 28 skip. Ved utløpet av tredje kvartal 2016 var 11 av skipene i opplag, og de øvrige hadde oppdrag i ulike internasjonale farvann. Selskapet forventer en videre økning i antall skip i opplag etter som pågående oppdrag avsluttes.

Utvalgte reviderte og konsoliderte regnskapstall:

¹⁶ Informasjon fra Selskapets nettsider, års- og kvartalsrapporter.

MNOK	2013	2014	2015	YTD Q3-16
Inntekter	2180,6	2465,2	2457	1545
Driftsresultat	635,7	970,6	366,9	571
Årsresultat	348,3	396,4	-384,9	N/A
SUM eiendeler	10 388,4	12 834	11790,6	11136
SUM gjeld	7748,7	9884,8	9330,1	8444
Netto kontantstrøm	396,4	-41,6	-119,2	-120
Kontantbeholdning 31.12	432,0	390,4	271,2	N/A

2.2 Det noterte lånet

Informasjon om det aktuelle obligasjonslånet («Lånet»):

Emisjonsdato/Noteringsdato:	5. april 2013/17. september 2013
Opprinnelig forfallsdato:	5. april 2016*
Opprinnelig lånebeløp:	NOK 500 mill. (utvidet med 200 mill. i mars 2014)
Tillitsmann:	Nordic Trustee
Tilretteleggere:	Carnegie, Arctic Securities og DNB Markets

* Obligasjonseiermøte 16. mars 2016: Låneforfall utsatt til oktober 2018, som ledd i en større restrukturering.

3 Nærmere om saken

3.1 Bakgrunn

Børsen gjennomgår rutinemessig om obligasjonsutstedere som ikke omfattes av Finanstilsynets regnskapskontroll, deriblant samtlige ABM utstedere, overholder fristene i ABM-reglene for offentliggjøring av års- og halvårsrapporter.

Som det fremkommer nedenfor har Selskapet ved flere tilfeller ikke overholdt fristene for offentliggjøring av års- og delårsrapporter, og har mottatt kritikkbrev fra Oslo Børs som en konsekvens av dette.

Offentliggjøringsdato	Hendelse	Forsinkelse ¹⁷	Kritikkbrev
17.09.2013	Lånet noteres		
10.07.2014	Årsrapport 2013	2 mnd. 10 dg.	5. august 2014
01.09.2014	Halvårsrapport 2014	-	
31.08.2015	Halvårsrapport 2015	-	
08.06.2016	Årsrapport 2014	1 år 1 mnd. 8 dg.**	20. juni 2016*
08.06.2016	Årsrapport 2015	1 mnd. 8 dg.	20. juni 2016*
27.09.2016	Halvårsrapport 2016	27 dg.	

* Ett felles kritikkbrev.

** Det presiseres at årsrapporten for 2014 var tilgjengelig på Selskapets nettsider, men ble ikke gjort tilgjengelig på Newsweb i samsvar med ABM reglene.

Selskapet mottok brev fra Børsen 5. august 2014 relatert til sen offentliggjøring av årsrapport for 2013, hvor følgende ble anført:

«Børsen anser regnskapsinformasjon for å være av vesentlig betydning for investors mulighet til å fastsette markedsriktig kurs på låntagers obligasjoner da økonomiske forhold gir investorene opplysninger om låntagers soliditet. Det er dermed viktig at frister for (...) offentliggjøring av regnskapstall overholdes

¹⁷ Beregnet iht. utløpet av frist for offentliggjøring av års- og halvårsrapport, jf. ABM reglene pkt. 3.4.6 og 3.4.7.

Oslo Børs ser alvorlig på at fristen ikke er overholdt. Vi ber selskapet om å gjennomgå sine rutiner for å sikre at dette ikke gjentar seg»

Videre mottok Selskapet brev fra Børsen 20. juni 2016 hvor det ble anført følgende:

«Oslo Børs ser alvorlig på at ingen av selskapets årsrapporter har vært offentliggjort i tråd med ABM-reglens krav i perioden Selskapet har hatt noterte lån på Nordic ABM. Herunder ønsker Børsen å påpeke at oversittelsen av fristen for 2015 regnskapet var betydelig. Der er også et skjerpene moment at selskapet tidligere har mottatt advarsel fra Oslo Børs.

Oslo Børs legger til grunn at selskapet gjennomgår sine rutiner for informasjonshåndtering og rapportering, samt foretar en kvalifisert vurdering av hvorvidt det er behov for kompetanseheving internt i selskapet.

(...) Det presiseres imidlertid at eventuelle fremtidige gjentatte brudd kan medføre en mer formell reaksjon».

3.2 Saksgang

I forbindelse med Børsens gjennomgang av halvårsrapportene for 2016 henvendte vi oss rutinemessig til Selskapet den 25. november 2016 for en redegjørelse for den forsinkede offentliggjøringen. Frist for tilbakemelding fra Selskapet ble satt til 1. desember 2016. Børsen mottok svar 3. januar 2017 etter purring pr. e-post 14. desember og 3. januar 2017. Selskapet pekte ikke på noen konkret grunn til den forsinkede offentliggjøringen i sitt svar.

Selskapet ble den 3. mars 2017 skriftlig varslet om Børsens intensjon om å beslutte offentlig kritikk av Selskapet som følge av nevnte regelverksbrudd. Slik underretning er i henhold til pkt.8.1(2) i ABM reglene. Selskapet fikk frist til 13. mars for å komme med eventuelle kommentarer til varselet. Etter purring, bekreftet Selskapet den 14. mars at de ikke hadde ytterligere kommentarer.

4 Rettslig grunnlag

Utstedere av lån notert på Nordic ABM skal som minimum utarbeide årsrapport og halvårs- eller tertialrapporter etter innholdskravene i ABM-reglene pkt. 3.4.3 og 3.4.4. Rapportene skal offentliggjøres i tråd med kravene i ABM-reglene pkt. 3.5.1 innen fristene oppstilt i ABM-reglene pkt. 3.4.6 og 3.4.7.

Bestemmelsen for offentliggjøring av års- og halvårsrapport i ABM-reglene lyder som følger:

Pkt. 3.4.6 Offentliggjøring av delårsrapport

(1) Halvårsrapporter (...) i henhold til punkt 3.4.4 skal offentliggjøres så raskt som mulig og senest to måneder etter regnskapsperiodens utgang. (...)

Pkt 3.4.7 Offentliggjøring av årsrapport

(1) Årsrapporten skal offentliggjøres senest fire måneder etter regnskapsårets utgang.

ABM-reglene åpner for offentlig kritikk av utstedere med lån notert på Nordic ABM:

Pkt. 8.1 Offentlig kritikk

(1) Ved brudd på bestemmelser i disse regler, kan Nordic ABM påpeke forholdet ved å gi offentlig kritikk.

(2) Låntager som ilegges offentlig kritikk skal ha skriftlig underretning om vedtaket og begrunnelsen for vedtaket i underretningen. Vedtaket kan ikke påklages.

5 Børsens vurdering

Selskapet offentliggjorde regnskapsrapport for perioden første halvår 2016 27 dager etter fristens utløp. Oslo Børs vurderer dette som en betydelig oversittelse av fristen. Selskapet har i sin tilbakemelding til Børsen ikke anført noen relevante forhold knyttet til oversittelsen.

Selskapet har i tillegg oversittet flere frister knyttet til finansiell rapportering siden deres lån ble notert på Nordic ABM i september 2013. Oslo Børs har i tidligere kritikkbrev påpekt viktigheten av rettidig offentliggjøring, senest i brev av 20. juni 2016. Børsen har derfor vurdert hvorvidt oversittelsen av offentliggjøringsfristen for halvårsrapporten 2016 representerer et så grovt brudd på ABM-reglene punkt 3.4.6 at Selskapet skal ilegges offentlig kritikk, jf. ABM reglene pkt. 8.1.

Det overordnede hensynet bak bestemmelsene om regnskapsrapportering i ABM reglene er å sikre en regelmessig rapportering av den finansielle situasjonen i utsteder til investorene og øvrige markedsaktører. Denne informasjonen er viktig for investorenes og øvrige markedsaktørers vurderinger og danner grunnlaget for deres investeringsbeslutninger som reflekteres i markedets prising av det aktuelle instrumentet. Et velfungerende finansielt marked med effektiv prising av instrumentene kjennetegnes av en slik god informasjonsflyt. Følgelig påvirkes kvaliteten på markedsplassen negativt når finansiell informasjon tilflyter markedet senere enn hva markedsplassens regelverk legger opp til.

Børsens erfaring er at regnskapsrapporter ofte utgjør en betydelig del av en obligasjonsutstедers totale kommunikasjon til markedet, noe som også er tilfellet i denne saken. Majoriteten av Selskapets børsmeldinger de siste årene knytter seg til finansiell informasjon. Da Selskapets kommunikasjon med markedet hovedsakelig gjøres via regnskapsrapporter, mener Oslo Børs det er desto mer viktig at offentliggjøringen av rapportene skjer på en forutberegnelig måte innenfor rammene av ABM reglene.

I tillegg til ovennevnte må Børsen se hen til at øvrige selskaper underlagt ABM reglene i stor grad offentliggjør sine regnskaper rettidig.

Selskapet skal i henhold til låneavtalen offentliggjøre kvartalsrapporter innen 60 dager etter utløpet av hvert kvartal. Således tilflyter det regnskapsrapporter til markedet hyppigere enn minimumskravet i ABM reglene, noe som vurderes positivt av Oslo Børs. Selskapet offentliggjorde regnskapsrapport for første kvartal 2016 den 31. mai, hvilket er hensyntatt ved vurderingen av sanksjonen i nærværende sak.

Selskapet er gitt anledning til å legge frem sine kommentarer i saken, men har ikke fremmet øvrige momenter i saken.

Samlet sett finner Oslo Børs det nødvendig formelt å sanksjonere Selskapet for sen offentliggjøring av halvårsrapporten for 2016, jf. ABM reglene pkt. 8.1.

Nordic ABM er et uregulert marked der reglene fullt ut fastsettes av Oslo Børs. ABM-reglene inneholder ikke mulighet til å ilegges selskaper som bryter reglene overtredelsesgebyr. Sanksjon ved overtredelse er begrenset til kritikk og strykning. Oslo Børs vurderer at kritikk er et tilstrekkelig egnet virkemiddel i denne saken. Oslo Børs vil for orden skyld også presisere at det kan bli aktuelt med ytterligere sanksjonering ved senere lignende brudd på ABM reglene som ledd i en egnethetsvurdering for notering.

På den bakgrunn har administrasjonen ved Oslo Børs den 23. mars 2017 besluttet følgende:

«Island Shipholding L.P. med obligasjonslån med ISIN NO0010673866 notert på Nordic ABM har brutt ABM reglenes punkt 3.4.6 (1) om offentliggjøring av delårsrapport. I henhold til bestemmelsen skal halvårsrapporter offentliggjøres straks de er vedtatt og senest to måneder etter regnskapsperiodens utgang. Selskapet offentliggjorde halvårsrapporten 27 dager etter fristens utløp. Oslo Børs har vedtatt å sanksjonere bruddet med offentlig kritikk, jf. punkt 8.1 (1) i ABM reglene. Ved et fremtidig lignende brudd på ABM reglene vil Oslo Børs vurdere å stryke obligasjonslånet fra notering på Nordic ABM.»

5 OVERTAKELSESTILBUD

5.1 Kontrollerte tilbud 2017

Overtakelsestilbud etter verdipapirhandelloven kap. 6

Selskap	Tilbyder	Pliktig/ frivillig tilbud	Dato godkjent
Multicient Geophysical ASA	Geoex Limited	Frivillig tilbud	19.01.2017
Multicient Geophysical ASA	Spectrum ASA	Frivillig tilbud	01.02.2017
Solvang ASA	AS Clipper	Pliktig tilbud	05.04.2017
Hafslund ASA	Oslo Energi Holding AS	Frivillig tilbud	30.06.2017
Weifa ASA	Weifa ASA	Frivillig tilbud	11.09.2017
Solvang ASA	Unity Invest AS	Frivillig tilbud	12.12.2017
Songa Offshore SE*	Palfinger Marine GmbH	Frivillig tilbud	20.12.2017

* Delt jurisdiksjon - Kypros

Tvangsinnløsning uten at det fremmes pliktig tilbud, vphl. § 6-22 (3)

Selskap	Innløser	Dato godkjent
Multicient Geophysical	Geoex Limited	02.05.2017
Hafslund ASA	Oslo Energi Holding AS	03.08.2017

5.2 Pliktig tilbud

5.2.1 Tide ASA – Vedtak om reduksjon av garanti, 08.02.2017

Det vises til brev av 6. februar 2017 hvor det søkes om reduksjon av garanti utstedt i forbindelse med pliktig tilbud fremsatt av Det Stavangerske Dampskibsselskab AS om kjøp av alle aksjene i Tide ASA ("Tide") i henhold til reglene om pliktig tilbud. Tilbudsperioden utløp 26. januar 2017. Tilbudet omfattet totalt 2.378.134 aksjer. Tilbudsprisen var på NOK 28,50 per aksje.

Garantien er pålydende NOK 67.776.819, pluss forsinkelsesrenter i fire uker fra forfallsdato. Garantibeløpet tilsvarer det samlede antall aksjer som var omfattet av tilbudet, 2.378.134, multiplisert med tilbudsprisen.

Det søkes om nedskrivning av garantien for de aksjer som er ervervet og betalt for under tilbudet og de aksjer det ikke foreligger aksept for. Siden det søkes om full reduksjon av garantibeløpet, legges det til grunn at det også søkes om nedskrivning av garantien for de aksjer kjøpt utenfor tilbudet.

Basert på opplysninger i søknaden og vedlagt dokumentasjon legger Oslo Børs til grunn følgende:

- Det ble avgitt aksept for 1.251.252 aksjer under tilbudet. Tilbudsprisen var NOK 28,50. Samlet vederlag for aksjer kjøpt under tilbudet er således NOK 35.660.682. Oppgjør for disse aksjene ble gjennomført 31. januar 2017. Dette er bekreftet av Fondsfinans AS som har forestått oppgjøret.
- Tilbyder har ervervet 930 aksjer i Tide utenfor tilbudet i tilbudsperioden. I tillegg ervervet tilbyder 16.394 aksjer i Tide dagen før tilbudsperioden begynte, 28. desember 2016, som var innberegnet i garantibeløpet.
- Det forelå ikke aksept for 1.109.558 aksjer i Tide ved utløpet av tilbudsperioden. Antall aksjer det ikke forelå aksept for multiplisert med tilbudsprisen utgjør totalt NOK 31.622.403.
- Det foreligger ikke omtvistede aksept og ingen aksept er avvist.

Det følger av verdipapirforskriften (vpf.) § 6-10 (1) (a) at tilbudsmyndigheten etter søknad kan akseptere reduksjon av garantien med et beløp tilsvarende endelig betalt beløp for aksjer kjøpt under tilbudet, herunder tilsvarende andel av beløp avsatt til forsinkelsesrenter.

Videre følger det av vpf. § 6-10 (1) (b) at tilbudsmyndigheten kan akseptere reduksjon av garantien med et beløp for aksjer kjøpt utenfor tilbudet i tilbudsperioden, herunder en tilsvarende andel av beløp avsatt til forsinkelsesrenter.

I tillegg følger det av vpf. § 6-10 (1) (c) at tilbudsmyndigheten kan akseptere reduksjon av garantien med et beløp tilsvarende antall aksjer det ikke foreligger aksept for, herunder en tilsvarende andel av beløp avsatt til forsinkelsesrenter, likevel slik at det gjenstår en margin for eventuelle omtvistede eller uklare aksept for ca. 10 % av dette beløp. I «særlige tilfeller» kan marginen settes lavere.

Det er i søknaden anmodet om at det ikke fastsettes en margin for eventuelle omtvistede eller uklare aksept etter vpf. § 6-10 (1) (c).

Oslo Børs legger til grunn i vurderingen av «særlig tilfelle» at vilkåret kun i unntakstilfeller vil være oppfylt. Oslo Børs har i vurderingen lagt til grunn at tilbyder har vedtatt og iverksatt tvangsinnløsning for de gjenværende aksjene i Tide som ikke er eiet av tilbyder. I forbindelse med tvangsinnløsningen er det dokumentert at løsningssummen for de gjenstående aksjene, NOK 31.622.403, er deponert på særskilt og sperret bankkonto i DNB Bank ASA, jf. allmennaksjeloven § 4-25 (5), slik at det således foreligger betryggende sikkerhet for full betaling for aksjer det ikke forelå aksept for i tilbudet. Dette tilsier at vilkåret «særlig tilfelle» anses oppfylt og at marginen kan settes lavere enn 10 % i dette tilfellet.

På bakgrunn av ovennevnte, og i tråd med tidligere praksis for slike tilfeller, finner Oslo Børs at garantien kan reduseres uten at det settes margin.

Oslo Børs finner, i egenskap av å være tilbudsmyndighet, å kunne godta reduksjon av garantien. Med utgangspunkt i vpf. § 6-10, første ledd (a), (b) og (c) er børsen kommet til at garantien kan nedskrives fra NOK 67.776.819 pluss forsinkelsesrenter for fire uker fra forfallsdato, til NOK 0.

Nedskrivningen får effekt umiddelbart og i kraft av dette vedtak. Det er ikke påkrevet med innlevering av nytt endret garantidokument.

Børsen har i henhold til vpf. § 6-10 (5) fastsatt avgift for behandling av søknader om reduksjon av garantibeløp til NOK 22.900 for hver reduksjon. Gebyret vil bli fakturert særskilt.

5.3 Dispensasjon fra tilbudsplikt

5.3.1 Salmar ASA - dispensasjon fra tilbudsplikt og overgangsregel, 05.07.2017

1 Innledning

Det vises til brev av 22. juni 2017 fra Advokatfirmaet Thommessen AS på vegne av Kverva AS («Kverva») med anmodning om uttalelser vedrørende tilbudsplikt i Salmar ASA («SalMar»), og søknad om dispensasjon fra tilbudsplikt, i tilknytning til en intern restrukturering av Kverva. Søknad om dispensasjon gjelder tilbudsplikt i SalMar for Nye Kverva AS' («Nye Kverva») erverv av samtlige aksjer i Kverva.

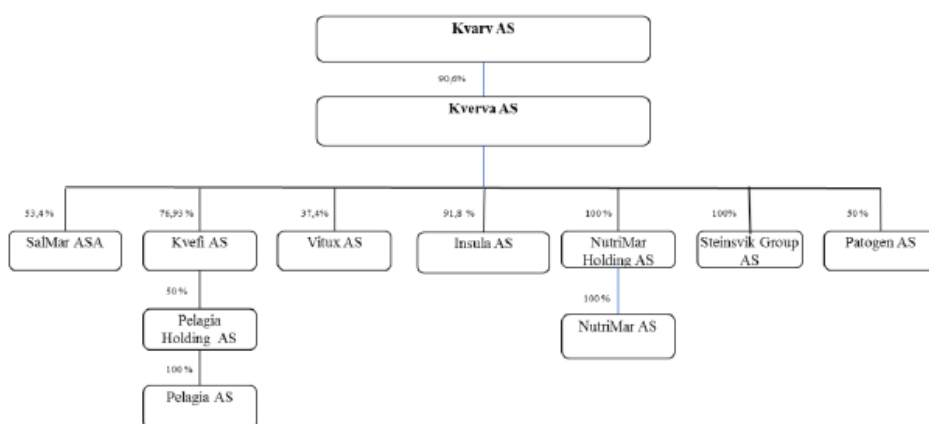
Når det gjelder eventuelle etterfølgende erverv er det i søknaden lagt til grunn at Kvervas posisjon i forhold til reglene om tilbudsplikt vil bli videreført for Nye Kverva etter reorganiseringen. Spørsmål vedrørende overgangsregelen i verdipapirhandelloven («vphl.») § 18-2 (2) omhandles.

2 Faktiske forhold

På bakgrunn av det opplyste legger Oslo Børs til grunn følgende:

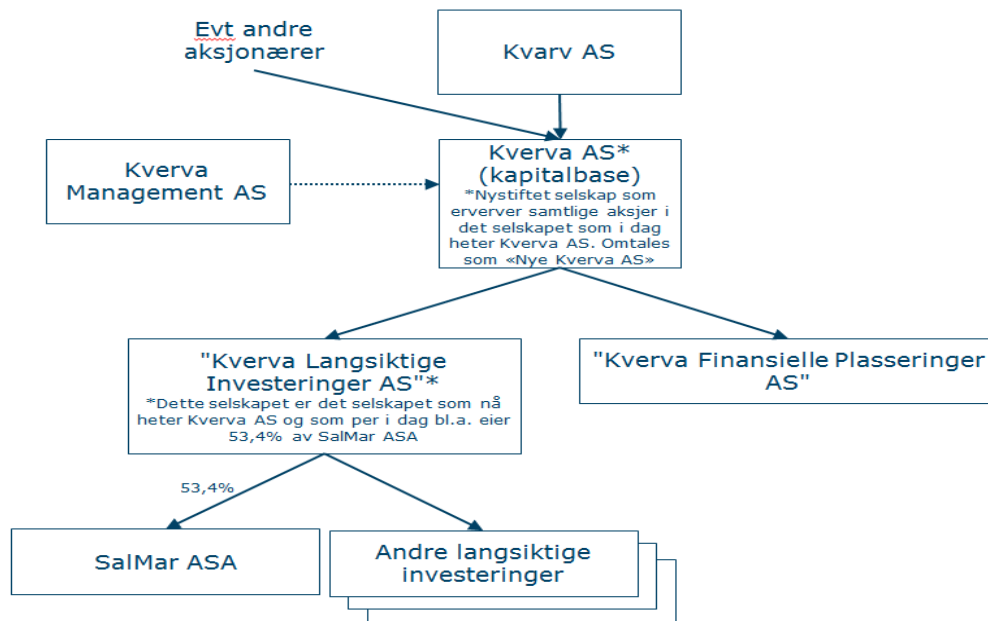
Kverva er et investeringsselskap med fokus på marin sektor. Kverva er eiet med 90,6 % av Kvarv AS («Kvarv»), som igjen er eiet av Gustav M. Witzøe (18 % av A-aksjene og 97 % av B-aksjene), Gustav Witzøe (80 % av A-aksjene og 1 % av B-aksjene) og Thomas Jessen (2 % av begge klasser).

Kvervas nåværende portefølje omfatter 60.500.000 aksjer i børsnoterte SalMar, tilsvarende 53,4 %, og en rekke investeringer i unoterte selskaper som Pelagia AS (36,7 %)¹⁸, Vitux AS (37,4 %), Insula AS (91,8 %), NutriMar AS (100%), Steinsvik Group AS (100 %) og Patogen AS (50 %):



¹⁸ Kverva AS eier 73,4 % av Kvefi AS som eier 50 % i Pelagia AS

Kverva vurderer å restrukturere sine eiendeler slik at kapitalbasen holdes i ett selskap, langsiktige investeringer i et annet og finansielle plasseringer i et tredje. Den planlagte strukturen er i hovedsak tenkt å bli som illustrert nedenfor:



Kvervas aksjepost i SalMar er en langsiktig investering. Kverva har siden SalMar ble børsnotert i mai 2007 uavbrutt vært eier av mer enn 50 % av aksjene i selskapet.

Etableringen av den nye strukturen er tenkt å finne sted ved at Kvarv etablerer et nytt datterselskap ("Nye Kverva AS") som erverver samtlige aksjer i Kverva AS (som da blir "Kverva Langsiktige Investeringer AS") mot oppgjør i aksjer i Nye Kverva. Videre vil Nye Kverva etablere et nytt datterselskap ("Kverva Finansielle Plasseringer AS") som det er planlagt at skal overta de aktiva i dagens Kverva som ikke skal eies av Kverva Langsiktige Investeringer AS. Slikt erverv kan skje gjennom utdeling, fisjon eller annen fremgangsmåte som man finner hensiktsmessig.

3 Tilbudsplikt ved indirekte erverv

Utgangspunktet for inntreden av tilbudsplikt følger av vphl. § 6-1 (1) ved at «Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked».

Nye Kverva vil ved den påtenkte fremgangsmåten erverve 100 % av aksjene i Kverva, som igjen eier 53,4 % av aksjene i SalMar. Nye Kverva erverver altså ikke Salmar ASA aksjene direkte, men via et annet selskap. I henhold til vphl. § 6-1 (2) kan tilbudsplikt utløses ved indirekte erverv av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk børsnotert selskap. Forutsetningen er at det indirekte ervervet omfatter "aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i et [notert] selskap".

Kverva har anmodet børsen om å vurdere om denne bestemmelsen, vphl. § 6-1 (2), vil komme til anvendelse, slik at tilbudsplikt vil bli utløst i relasjon til SalMar, ved Nye Kvervas erverv av samtlige aksjer i Kverva.

Spørsmålet om Kvervas "vesentligste virksomhet" består i å eie aksjer i SalMar vil bero på en konkret vurdering i det enkelte tilfellet. I forarbeidene til tilsvarende bestemmelse i verdipapirhandelloven av 1997, Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s. 71 uttales det (departementet oppsummerer utvalgets fremstilling):

«Utvalget antar imidlertid at ikke ethvert kjøp av mer enn 50 % av aksjene i et selskap som eier aksjer i det børsnoterte selskapet, bør kunne utløse tilbudsplikt. Utvalget mener at en forutsetning må være at det mellomliggende selskapet ikke hadde annen vesentlig virksomhet enn aksjene i det børsnoterte selskapet. 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 forarbeidene vises det altså til en grense på 75 % av selskapets aktiva fra engelsk rett for når det er lagt til grunn at tilbudsplikt normalt vil inntre, og det norske lovutvalget antar at en lignende grense bør kunne være veiledende for skjønnet.

I Vedtak og uttalelser 2011 s. 133 - Børsklagenemndens sak 1/2011: Wilh. Wilhelmsen – kommenterer Oslo Børs vurderingsnormen noe nærmere:

«Spørsmålet om selskapets vesentlige virksomhet er å eie aksjer i det børsnoterte selskapet vil avhenge av en konkret vurdering i det enkelte tilfellet på tidspunktet for ervervet. I vurdering vil det være relevant å se hen til hvor stor andel av det mellomliggende selskaps virksomhet eierskapet i de børsnoterte aksjene utgjør (målt i for eksempel aktiva, markedsverdi og/eller profitt), i hvilken grad eierskapet må anses å påvirke prisen på aksjene i det mellomliggende selskap, art og omfang av det mellomliggende selskapets virksomhet for øvrig, formålet ved ervervet mv. Vurderingen vil normalt kreve en mer inngående analyse av de nevnte forhold på tidspunktet for det aktuelle ervervet.»

Utgangspunktet for vurderingen er at denne terskelen med hensyn til det relative verdiforholdet ikke vil være avgjørende alene, verken etter norsk eller engelsk rett. Forarbeidene det henvises til er av eldre dato, kortfattede, og gir kun en antydning av hva som bør kunne være veiledende. Det forarbeidene imidlertid tydelig uttaler er at der aksjer i det børsnoterte selskapet kun er en liten del, bør det etter utvalgets syn ikke ses som et kontrollskifte i det børsnoterte selskapet.

Etter det Oslo Børs erfarer så er det i dag slik i engelsk rett at grensen er satt ned fra 75 % og at den veiledende grensen etter «The Takeover Code» nå er 50 % i normale tilfeller.

Oslo Børs er under enhver omstendighet av den oppfatning at grensen på 75 %, basert på tidligere forarbeider, er noe høy som et utgangspunkt for grense for å vurdere hva som er et selskaps (Kverva AS') «vesentligste virksomhet».

Aksjeposten på 53,4 % i SalMar er sentral for Kvervas virksomhet sett i forhold til øvrig virksomhet som Kverva innehar. Av hele porteføljen til Kverva verdsettes SalMar aksjene til 74,3 % av aktiva. For øvrig består de største postene i Kvervas portefølje av tilsvarende 36,7 % eierandel i det unoterte selskapet Pelagia AS (7,6 % av porteføljen), 100 % i Steinsvik Group AS (3,9 % av porteføljen) og 91,8 % av Insula AS (2,9 % av porteføljen). Tallene følger av 1. kvartal rapport for 2017 for Kverva gruppen.

Det er liten tvil om at Kvervas eierskap i SalMar i stor grad påvirker verdien av førstnevnte selskap.

Utover ovennevnte er det i søknaden om dispensasjon fremhevet at Kverva er et investeringsselskap og ikke et holdingselskap, og at verdsettelsen av selskapet følgelig vil påvirkes av en rekke forhold utover børsværdien av aksjeposten i SalMar. Kverva Management AS, med syv ansatte, har som oppgave å rådgje Kverva i dets virksomhet og i første rekke i tilknytning til de langsiktige investeringene.

Kverva har siden børsnoteringen i 2007 vært eier av over 50 % av aksjene i SalMar. Vurderingen av «vesentligste virksomhet» i Kverva må uansett gjøres på ervervstidspunktet, altså når Nye Kverva erverver 100 % av aksjene i Kverva.

I foreliggende sak inngår det indirekte ervervet som et ledd i en reorganisering for å oppnå en mer effektiv struktur for Kvervas investeringer. Transaksjonen er ikke motivert av å omgå tilbudspliktregler i forbindelse med et kontrollskifte, og det ultimate eierskapet påvirkes ikke. Dette endrer dog ikke konklusjonen på børsens vurdering av dette spørsmålet, men vil ha betydning for børsens vurdering av mulig dispensasjon fra tilbudsplikt i spørsmål 4 nedenfor.

Oslo Børs er på bakgrunn av ovennevnte av den oppfatning at Kvervas "vesentligste virksomhet" består i å eie aksjer i SalMar.

Oslo Børs mener at vphl. § 6-1 (2) kommer til anvendelse og at det derfor i utgangspunktet utløses tilbudsplikt i SalMar ASA ved Nye Kverva AS' erverv av samtlige aksjer i Kverva AS.

4 Vurdering av dispensasjon

På bakgrunn av at Oslo Børs mener at reorganiseringen av Kverva i utgangspunktet vil utløse tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 (2), jf. pkt. 3 over, søkes det om dispensasjon fra slik tilbudsplikt for Nye Kverva i henhold til vphl. § 6-2 (3) ettersom ervervet foretas fra Kverva, som Nye Kverva vil være identifisert med etter vphl. § 6-5.

Etter vphl. § 6-1 (6) utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5 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.

Ettersom Nye Kverva vil være et nystiftet selskap som i dag ikke eier noen aksjer i SalMar, vil Nye Kverva i utgangspunktet utløse tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 (1) ved ervervet av aksjene fra Kverva ved at Nye Kverva indirekte vil erverve 53,4 % av aksjene i SalMar, altså over 1/3 av aksjene i SalMar, jf. vphl. § 6-1 (6).

Nye Kverva vil være å anse som nærstående til Kverva, jf. vphl. § 6-5, jf. § 2-5 nr. 3. Nye Kvervas erverv av aksjer i SalMar gjennom Kverva vil således utgjøre et erverv fra noen som vedkommende er identifisert med i relasjon til verdipapirhandelloven § 6-2 (3).

Det fremgår av nevnte forarbeider at tilbudspliktreglene ikke bør forhindre hensiktsmessig restrukturering av selskaper og at for overdragelser innenfor konsern bør tilbudsplikt normalt ikke inntre ved overføring av aksjer til et heleid datterselskap opprettet for dette formål.

Det er opplyst til børsen at den nye strukturen er planlagt slik at Kvarv etablerer det nye datterselskapet Nye Kverva, som erverver samtlige aksjer i Kverva som da blir Kverva Langsiktige Investeringer AS. I sistnevnte selskap vil børsposten på 53,4 % i SalMar ligge. Det er opplyst at den eneste endringen vil være at det vil bli etablert et nytt mellomliggende selskap og at den ultimate kontrollen i gruppen vil fortsatt ligge hos Witzøe. Det dreier seg om en intern reorganisering for å legge til rette for en mer hensiktsmessig selskapsstruktur.

Oslo Børs er på bakgrunn av ovennevnte av den oppfatning at Nye Kvervas erverv av samtlige aksjer i Kverva ikke innebærer et kontrollskifte eller kan være et 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 i SalMar for Nye Kverva etter vphl. § 6-2 (3) for det planlagte ervervet av samtlige aksjer i Kverva.

Dispensasjoner fra tilbudsplikt bør inneholde en tidsramme for gjennomføring. Innen 31. desember 2017 anses passende.

5 Etterfølgende tilbudsplikt

Videreføring av stilling i forhold til reglene om 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.

I overensstemmelse med tidligere uttalelser fra Oslo Børs, om kontinuitet ved overdragelse i medhold av dispensasjon fra tilbudsplikt, er vi av den oppfatning at Nye Kverva etter det indirekte ervervet av aksjene i SalMar, med hensyn til reglene om tilbudsplikt, vil stå i samme stilling som Kverva før overdragelsen. Nye Kverva overtar med dette den posisjon som Kverva har i dag.

Overgangsregel i verdipapirhandelloven § 18-2 (2)

Kverva har siden SalMar ble børsnotert i mai 2007 uavbrutt vært eier av mer enn 50 % av aksjene i selskapet, og kan følgelig erverve ytterligere aksjer i SalMar uten å utløse tilbudsplikt. Det anmodes Oslo Børs om å bekrefte at Nye Kverva, etter overdragelsen, i henhold til overgangsregelen i verdipapirhandelloven § 18-2 (2) ikke vil være omfattet av tilbudspliktgrensen på 50 % så lenge deres aksjeinnehav i SalMar ikke faller under 40 %.

I henhold til vphl. § 6-6 (1) utløses gjentatt tilbudsplikt dersom aksjeeieren gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer 40 prosent eller mer av stemmene i selskapet og tilsvarende ved 50 %. Overgangsregelen i vphl. § 18-2 (2) innebærer at «§ 6-6 første ledd gjelder ikke for aksjeeier som ved denne lovs ikrafttredelse falt inn under unntaket i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 4-6 annet ledd nr. 2 og som etter børsnotering uavbrutt har eid aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene».

Oslo Børs er av den oppfatning at isolert sett, basert på kontinuitet fra Kverva, så vil Nye Kverva falle inn under ordlyden i vphl. § 18-2 (2). Ved gjeldende verdipapirhandellovs ikrafttredelse i 2008 falt Kverva inn under unntaket i verdipapirhandelloven av 1997 § 4-6 (2) nr. 2, ved å eie mer enn 40 % av aksjene i SalMar ved børsnoteringen i mai 2007 samt uavbrutt frem til nå å ha eiet aksjer som representerer mer enn 40 % av stemmene.

Intensjonen med overgangsregelen i vphl. § 18-2 (2) er etter Oslo Børs' oppfatning imidlertid noe mer nyansert for det forhold at aksjeeiere skal få unntak fra gjentatt tilbudsplikt ved erverv av mer enn 50 %. Dette var en ny terskel som ble innført ved vphl. av 2007. I forarbeidene, Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 447 uttales følgende om denne terskelen i relasjon til overgangsregelen:

«Etter departementets syn er det imidlertid naturlig å unnta aksjeeiere som falt inn under dette unntaket fra reglene om gjentatt tilbudsplikt (og da i praksis grensen på 50 pst). For slike aksjeeiere vil en ny tilbudsplikt ved erverv av mer enn 50 pst kunne fremstå som urimelig, siden de ikke vil kunne ha forutsett en slik endring i sin rettsituasjon ved børsnotering. I slike situasjoner vil det for øvrig ofte ha vært en dominerende eier hele tiden mens selskapet har vært på børs, og det vil neppe skje et kontrollskifte ved senere økninger av denne eierandelen. De bærende hensyn bak reglene om gjentatt tilbudsplikt slår derfor ikke til i samme grad.»

I foreliggende sak eier imidlertid Kverva 53,4 % av aksjene i SalMar per i dag. Passering av terskel for tilbudsplikt til over 50 % forsetter derfor at Kverva (eller Nye Kverva) først reduserer sitt eierskap til under 50 %. En slik forutgående reduksjon av eierskapet til under 50 % vil etablere en ny kontrollsituasjon i selskapet og en etterfølgende økning av eierskapet til over 50 % vil utgjøre en ny kontrollbegivenhet. Reelle hensyn og formålet med overgangsregelen tilsier at aksjeeiere ikke kan gå under, for deretter å krysse 50 %-terskelen uten at det medfører gjentatt tilbudsplikt.

På bakgrunn av ovennevnte, er Oslo Børs av den oppfatning at Nye Kverva etter overdragelsen, i henhold til overgangsregelen i verdipapirhandelloven § 18-2 (2), vil være omfattet av tilbudspliktgrensen på 50 % så lenge deres aksjeinnehav i SalMar faller under denne grensen.

Børsens vurdering av forholdet til etterfølgende tilbudsplikt er ikke omfattet av dispensasjonsmyndigheten, men utgjør kun en uttalelse om lovtolknings spørsmål.

6 Vedtak

Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

Det gis, etter vphl. § 6-2 (3), dispensasjon fra tilbudsplikt for Nye Kverva AS for indirekte erverv av 60.500.000 aksjer i SalMar ASA, gjennom erverv av samtlige aksjer i Kverva AS. Overdragelsen må gjennomføres innen 31. desember 2017.

Senest samtidig med at avtale eller beslutning om overdragelsen foreligger, skal Nye Kverva 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 overdragelsen. Oslo Børs skal samtidig gis beskjed om offentliggjøringen og vedtaksbrevet for dispensasjonen 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 Oslo Børs dersom overdragelsen til Nye Kverva AS ikke gjennomføres. Det bemerkes at dispensasjonen fra tilbudsplikt er gitt på bakgrunn av de opplysninger som er gitt i søknaden. Ved endringer i disse forhold må Oslo Børs kontaktes for eventuelt ny vurdering.

5.3.2 Lyngen Holdco Sarl – dispensasjon fra tilbudsplikt i EVRY ASA ved konsernintern overdragelse, 09.08.2017

1 Søknaden

Det vises til brev av 7. juli 2017 der det søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt i EVRY ASA («EVRY»), jf. verdipapirhandelloven («vphl.») § 6-2 (3) for erverv av aksjer fra heleide datterselskaper.

Lyngen Bidco AS («Bidco») eier aksjer i EVRY tilsvarende 54,4 % av aksjene og stemmene i selskapet.

Lyngen Holdco Sarl («Holdco»), Lyngen Topco AS («Topco») og Lyngen Midco AS («Midco») har søkt om dispensasjon fra tilbudsplikt i forbindelse med konserninterne overføringer av aksjer i EVRY.

Det er opplyst at bakgrunnen er ønske om å rendyrke konsernstrukturen i Lyngen-konsernet ved å avvikle de mellomliggende eierselskapene Bidco, Midco og Topco, og legge eierposten i EVRY direkte i Holdco.

Det søkes om dispensasjon under henvisning til at overdragelsene ikke innebærer kontrollskifte over aksjeposten i EVRY.

Lovbestemmelser

Vphl. § 6-1 om tilbudsplikt ved erverv av aksjer lyder:

«Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet.»

Etter vphl. § 6-1 (6) utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med:

“Første ledd gjelder tilsvarende ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5, når erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet. “

Hjemmelen for vedtak om dispensasjon fremkommer av vphl. § 6-2 (3):

«Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikten ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5, jf. § 6-1 sjettede ledd.»

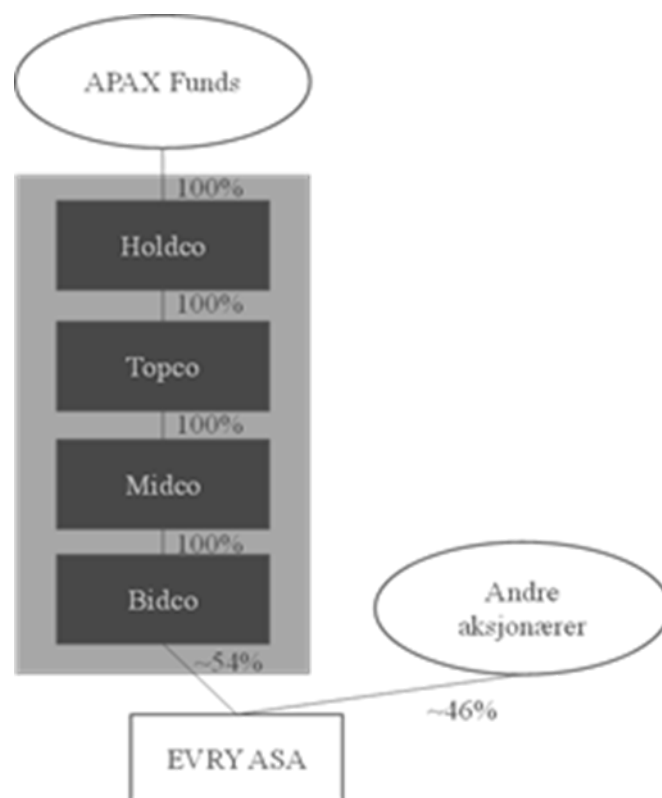
2 Faktiske forhold

EVRY ble notert på Oslo Børs i juni 2017. Det er ikke avvikende stemmerettigheter i selskapet, slik at en aksje tilsvarer en stemme.

Bidco eier 201.504.911 aksjer i EVRY, tilsvarende 54,4 % av aksjene og stemmene i selskapet.

Det er ønskelig å overføre disse aksjene til Bidcos indirekte eneaksjonær Holdco.

Holdco, Topco og Midco er del av Lyngen-konsernet, som illustrert i figuren nedenfor:



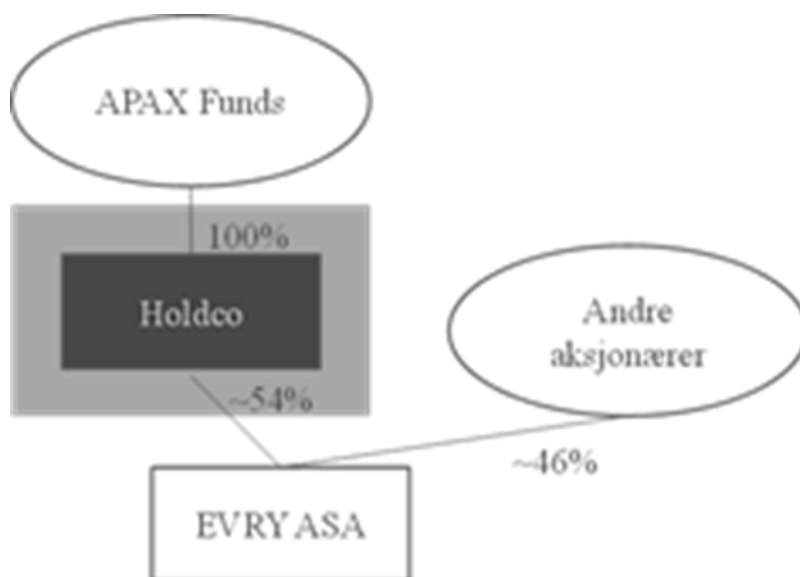
Topco er et heleid datterselskap av Holdco, Midco er et heleid datterselskap av Topco, og Bidco er et heleid datterselskap av Midco.

Det planlegges å avvikle Bidco, Midco og Topco, slik eierandelen i EVRY overdras til Holdco.

Aksjene i EVRY vil overdras i følgende steg:

1. fra Bidco til Midco ved avviklingen av Bidco,
2. fra Midco til Topco ved avviklingen av Midco, og
3. fra Topco til Holdco ved avviklingen av Topco.

Etter disse transaksjonene vil selskapsstrukturen se slik ut:



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.

Oslo Børs anser ikke reorganiseringen av eierskapet i EVERY 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 den overdragelsen aksjeposten i EVERY til Holdco via Topco og Midco. Dispensasjoner fra tilbudsplikt bør inneholde en tidsramme for gjennomføring. Innen 30. oktober 2017 ansees passende her.

4 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 EVERY ASA for Lyngen Holdco Sarl gjennom forutgående overdragelser til Lyngen Topco AS og Lyngen Midco AS.

Overdragelsene må gjennomføres innen 30. oktober 2017.

Senest samtidig med at avtale eller beslutning om overdragelsene foreligger skal Lyngen Holdco Sarl 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 overdragelsen. Oslo Børs skal samtidig gis beskjed om offentliggjøringen.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse.

Det bes om tilbakemelding til Børsen dersom overdragelsene ikke gjennomføres.

5.3.3 Hemen Holding Limited - dispensasjon fra tilbudsplikt i Northern Drilling Ltd. ved konsernintern overdragelse, 01.12.2017

1 Søknaden

Det vises til brev av 23. november 2017 fra Advokatfirma BA-HR DA der det på vegne av Hemen Holding Limited («**Hemen**») søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt i Northern Drilling Ltd. («**NODL**» eller «**Selskapet**»), jf. verdipapirhandelloven («**vphl.**») § 6-2 (3) for erverv av aksjer fra morselskap.

Hemen eier aksjer i NODL tilsvarende 10,64 % av aksjene og stemmene i Selskapet. Hemens morselskap, Greenwich Holdings Limited («**Greenwich**»), eier aksjer i NODL tilsvarende 29,58 % av aksjene og stemmene i Selskapet. Hemen har søkt om dispensasjon fra tilbudsplikt i forbindelse med den planlagte overdragelsen av Greenwich sine aksjer i NODL til Hemen. Det er dermed tale om en overdragelse av noterte aksjer fra morselskap til heleid datterselskap.

Det er opplyst at bakgrunnen for overdragelsen er at Greenwich ønsker å samle eierskapet til aksjene i NODL i datterselskapet Hemen.

Lovbestemmelser

Vphl. § 6-1 om tilbudsplikt ved erverv av aksjer lyder:

«Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet.»

Etter vphl. § 6-1 (6) utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med:
«Første ledd gjelder tilsvarende ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5, når erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet.»

Det søkes om dispensasjon under henvisning til at overdragelsen fra Greenwich til Hemen ikke innebærer et kontrollskifte over aksjeposten i NODL.

Hjemmelen for vedtak om dispensasjon fremgår av vphl. § 6-2 (3):

«Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikten ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5, jf. § 6-1 sjette ledd.»

2 Faktiske forhold

Aksjene i NODL ble tatt opp til notering på Oslo Axess den 26. oktober 2017. Det er ikke avvikende stemmerettigheter i Selskapet, slik at én aksje tilsvarer én stemme.

Den 10. november 2017 meldte NODL at Selskapet hadde gjennomført en rettet emisjon med utstedelse av 31 750 000 nye aksjer. Hemen tegnet 8 257 000 av aksjene og eier, etter gjennomføringen av emisjonen, 10,64 % av de totalt 77 750 000 utestående aksjene i NODL.

Hemens morselskap, Greenwich, har siden noteringen av Selskapets aksjer på Oslo Axess eid 23 000 100 aksjer i NODL. Etter emisjonen tilsvarer dette 29,58 % av aksjene og stemmene i Selskapet.

Greenwich ønsker å samle eierskapet til aksjene i NODL i datterselskapet Hemen. Etter den planlagte overdragelsen av Greenwich sine aksjer i Selskapet til Hemen, vil Hemen bli eier av 31 257 100 aksjer i NODL, tilsvarende 40,20 % av aksjene og stemmene i Selskapet.

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 kan som tilbudsmyndighet i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med, jf. vphl. § 6-2 (3). Ifølge forarbeidene, NOU 2005: 17 side 27 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) side 367, skal det ved dispensasjonsvurderingen legges vekt på om overdragelsen innebærer et kontrollskifte, eller om den kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan innebære et kontrollskifte.

Hemen er et heleid datterselskap av Greenwich. Etter Oslo Børs' oppfatning vil Greenwich sin direkte kontroll over 23 000 100 aksjer og indirekte kontroll over 8 275 000 aksjer i NODL i realiteten ikke være vesentlig forskjellig fra situasjonen der hele aksjeposten (totalt 31 257 100 aksjer) eies indirekte gjennom Hemen. Oslo Børs anser ikke den planlagte reorganiseringen av eierskapet til aksjene i NODL for å innebære et kontrollskifte eller som et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Overdragelsen av aksjeposten i NODL fra Greenwich til Hemen representerer derfor et særlig tilfelle som gir grunnlag for å gjøre unntak fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3).

Dispensasjoner fra tilbudsplikt bør angi en tidsramme for gjennomføring av overdragelsen. Oslo Børs anser 28. februar 2018 som en passende frist.

4 Vedtak

Oslo Børs har, i egenskap av å være tilbudsmyndighet, på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

Det gis i henhold til verdipapirhandelloven § 6-2 (3) dispensasjon fra tilbudsplikt for Hemen Holding Limited i forbindelse med erverv av aksjer i Northern Drilling Ltd. fra Greenwich Holdings Limited.

Overdragelsen må gjennomføres innen 28. februar 2018.

Senest samtidig med at avtale eller beslutning om overdragelse foreligger, skal Hemen Holding Limited 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 overdragelsen. Oslo Børs skal samtidig gis beskjed om offentliggjøringen.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse.

Det bes om tilbakemelding til Oslo Børs dersom overdragelsen ikke gjennomføres.

5.3.4 Ferncliff Listed DAI AS – dispensasjon fra tilbudsplikt i Saga Tankers ASA ved konsernintern overdragelse, 29.12.2017

1 Søknaden

Det vises til epost av 18. desember 2017 og forutgående korrespondanse.

Ferncliff Listed DAI AS («**Ferncliff Listed DAI**») søker om dispensasjon fra tilbudsplikt i forbindelse med en intern overdragelse av aksjer i Saga Tankers ASA («**Saga Tankers**» eller «**Selskapet**») fra Øystein Stray Spetalen («**Spetalen**»), jf. verdipapirhandelloven («**vphl.**») § 6-2 (3). Ferncliff Listed DAI er 100 % indirekte eiet av Spetalen, og søknaden er begrunnet med at overdragelsen fra Spetalen til Ferncliff Listed DAI ikke innebærer et kontrollskifte over aksjeposten i Saga Tankers.

Det er opplyst at bakgrunnen for overdragelsen er et ønske om å reorganisere Spetalens eierskap til aksjene i Saga Tankers.

Lovbestemmelser

Vphl. § 6-1 (1) om tilbudsplikt ved erverv av aksjer lyder:

«Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet.»

Etter vphl. § 6-1 (6) utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med:

«Første ledd gjelder tilsvarende ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5, når erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet.»

Hjemmelen for vedtak om dispensasjon fremgår av vphl. § 6-2 (3):

«Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikten ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5, jf. § 6-1 sjette ledd.»

2 Faktiske forhold

2.1 Innledning

Aksjene i Saga Tankers ble tatt opp til notering på Oslo Axess 18. juni 2010. Det er ikke avvikende stemmerettigheter i Selskapet, slik at én aksje tilsvarer én stemme.

Fernclyff Listed DAI er per i dag ikke aksjeeier i Saga Tankers. Fernclyff Listed DAI er imidlertid 100 % indirekte eiet av Spetalen som eier 172 841 799 (tilsvarende 64,94 %) av aksjene og stemmene i Selskapet. Videre har Spetalen indirekte eierskap til 41 491 339 (tilsvarende 15,59 %) og 6 235 316 (tilsvarende 2,34 %) av aksjene og stemmene i Saga Tankers gjennom hhv. Allum Holding AS og AS Fernclyff. AS Fernclyff er søsterselskap til Fernclyff Listed DAI og morselskap til Allum Holding AS, se illustrasjon inntatt som vedlegg 1.

Fernclyff Listed DAI søker om dispensasjon fra tilbudsplikt i forbindelse med en planlagt overdragelse fra Spetalen av 56 000 000 (tilsvarende 21 %) av aksjene og stemmene i Saga Tankers. Etter overdragelsen vil Spetalen ha direkte eierskap til totalt 116 841 799 (tilsvarende 43,94 %) av aksjene og, gjennom Fernclyff Listed DAI, AS Fernclyff og Allum Holding AS, indirekte eierskap til totalt 103 726 655 (tilsvarende ca. 39 %) av aksjene i Saga Tankers.

2.2 Historikk vedrørende Spetalens, Allum Holding AS' og AS Fernclyffs eierskap til aksjer i Saga Tankers

På bakgrunn av det opplyste legger Oslo Børs følgende til grunn hva gjelder historikken knyttet til Spetalens, Allum Holding AS' og AS Fernclyffs eierskap til aksjene i Saga Tankers:

Den 8. august 2012 ervervet Spetalen 27 901 958 aksjer i Saga Tankers. Transaksjonen innebar at Spetalen fikk en eierpost på totalt 49 877 408 (tilsvarende 57,48 %) av de utestående aksjene og stemmene i Saga Tankers og utløste følgelig tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 (1). Etter gjennomføringen av tilbudet kontrollerte Spetalen totalt 55 978 284 (tilsvarende omtrent 64,5 %) av aksjene og stemmene i Saga Tankers.

Den 15. januar 2013 kjøpte Spetalen 26 429 009 aksjer i Saga Tankers, hvilket medførte en økning av hans eierpost til totalt 82 407 213 (tilsvarende 94,96 %) av aksjene i Selskapet. I perioden fra mars 2013 til april 2014 ervervet Spetalen ytterligere 1 378 267 aksjer i Saga Tankers, og per 11. april 2014 kontrollerte Spetalen totalt 83 785 480 (tilsvarende 96,6 %) av aksjene og stemmene i Selskapet.

Den 25. august 2014 godkjente generalforsamlingen i Saga Tankers en fisjonsplan for utfisjonering av aksjer i Spetalens heleide selskap, Fernclyff TIH 1 AS, til Selskapet. Det ble samtidig besluttet å

gjennomføre en kapitalforhøyelse ved utstedelse av 89 056 319 nye aksjer i Saga Tankers, som senere ble overført til Spetalen som vederlag i forbindelse med fisjonen. Etter gjennomføringen av fisjonen eide Spetalen totalt 172 841 799 (tilsvarende 98,30 %) av aksjene og stemmene i Saga Tankers.

Den 27. mars 2015 godkjente generalforsamlingen i Saga Tankers en fusjonsplan for innfusjonering av Strata Marine & Offshore AS i Selskapets heleide datterselskap, Saga Invest Holding AS, med vederlag i aksjer i Saga Tankers. I den forbindelse godkjente generalforsamlingen også en kapitalforhøyelse ved utstedelse av 110 898 883 nye aksjer i Selskapet. Som tidligere aksjeeiere i Strata Marine & Offshore AS, mottok Allum Holding AS og AS Ferncliff hhv. 41 491 339 og 6 235 316 av de utstedte aksjene i Saga Tankers, som også på dette tidspunktet var 100 % indirekte eiet av Spetalen. Etter overføringen kontrollerte Spetalen, gjennom direkte og indirekte eierskap, en aksjepost tilsvarende ca. 77 % av aksjene og stemmene i Selskapet. Etter dette tidspunktet har verken Spetalen, Allum Holding AS eller AS Ferncliff etter det opplyste gjennomført transaksjoner i Saga Tankers.

3 Vurdering av dispensasjon

Etter vphl. § 6-1 (6) utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med når erververen passerer tilbudspliktgrensen etter § 6-1 (1). Oslo Børs kan som tilbudsmyndighet i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med, jf. vphl. § 6-2 (3). Ifølge forarbeidene, NOU 2005: 17 side 27 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) side 367, skal det ved dispensasjonsvurderingen legges vekt på om overdragelsen innebærer et kontrollskifte, eller om den kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan innebære et kontrollskifte.

Den forelagte saken gjelder overdragelse av noterte aksjer fra en fysisk person, Spetalen, til et selskap som Spetalen har 100 % indirekte eierskap i, Ferncliff Listed DAI.

I Vedtak og Uttalelser 2005 punkt 6.1.6 (side 83) har Oslo Børs under verdipapirhandelloven av 1997 vurdert dispensasjon fra tilbudsplikt ved overdragelse av aksjer mellom selskaper med identisk eiersammensetning og stemmefordeling. Som uttalt i brevet, er det etter børsens syn ikke grunnlag for i større grad å gi dispensasjon fra tilbudsplikt der selskapene eies av en juridisk person, enn der disse eies av en fysisk person. Ifølge børsen må det sentrale være at «eieren skal kunne organisere sin virksomhet og sitt eierskap på en hensiktsmessig måte». Uttalelsene er fulgt opp i Oslo Børs' vedtak om dispensasjon fra tilbudsplikt inntatt i Vedtak og Uttalelser 2014 punkt 5.4.2 (side 103) og anses for også å være gjeldende under verdipapirhandelloven av 2007.

Etter Oslo Børs' oppfatning er det ingen realitetsforskjell mellom situasjonen der aksjer overdras mellom selskaper med lik eiersammensetning og stemmefordeling og der overdragelsen skjer direkte fra en fysisk person til et selskap som vedkommende indirekte kontrollerer 100 %.

Ifølge Oslo Børs vil Spetalens direkte kontroll over 172 841 799 (tilsvarende 64,94 %) av aksjene, og indirekte kontroll over totalt 47 726 655 (tilsvarende 17,93 %) av aksjene i Saga Tankers ikke være vesentlig forskjellig fra situasjonen der Spetalen har direkte eierskap til 116 841 799 (tilsvarende 43,94 %) og indirekte eierskap til 103 726 655 (tilsvarende 39 %) av aksjene i Selskapet. Den planlagte reorganiseringen av eierskapet til aksjene i Saga Tankers anses ikke for å innebære et kontrollskifte eller som et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Overdragelsen av aksjeposten i Saga Tankers fra Spetalen til Ferncliff Listed DAI representerer dermed et særlig tilfelle som gir grunnlag for å gjøre unntak fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3).

Dispensasjoner fra tilbudsplikt bør angi en tidsramme for gjennomføring av overdragelsen. Oslo Børs anser 31. mars 2018 som en passende frist.

4 Vedtak

Oslo Børs har, i egenskap av å være tilbudsmyndighet, på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

Det gis i henhold til verdipapirhandelloven § 6-2 (3) dispensasjon fra tilbudsplikt for Ferncliff Listed DAI AS i forbindelse med erverv av aksjer i Saga Tankers ASA fra Øystein Stray Spetalen.

Overdragelsen må gjennomføres innen 31. mars 2018.

Senest samtidig med at avtale eller beslutning om overdragelse foreligger, skal Ferncliff Listed DAI 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 overdragelsen. Oslo Børs skal samtidig gis beskjed om offentliggjøringen.

Oslo Børs gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse.

Det bes om tilbakemelding til Oslo Børs dersom overdragelsen ikke gjennomføres.



OSLO BØRS

OSLO STOCK EXCHANGE

Henvendelser kan rettes til:
Juridisk avdeling
juridisk@oslobors.no

www.oslobors.no