

Til utstedere og medlemmer på Oslo Børs' markedsplasser, og andre aktuelle parter

Deres ref:

Vår ref:

Dato:

19. april 2017

Veiledning knyttet til gjennomføring av reparasjonsemisjoner

1 Bakgrunn

Børsen fører tilsyn med etterlevelsen av det verdipapirrettslige likebehandlingsprinsipp i verdipapirhandelloven § 5-14, gjennom den likelydende bestemmelsen i børsens løpende forpliktelser for aksjeutstedere og i børsens obligasjonsregelverk.

Oslo Børs ønsker med dette å gi en supplerende veiledning til børs sirkulære 2/2014 som redegjør for Oslo Børs' forståelse av likebehandlingsprinsippet, med fokus på bruken av rettede emisjoner.¹ Spørsmål rundt likebehandling oppstår særlig i forbindelse med rettede emisjoner, og bruken av disse er svært omfattende i det norske markedet. Dette tilsier at utstedere, deres styrende organer og bistående rådgivere må være særlig bevisste når det gjelder de forpliktelser som følger med likebehandlingsregelen.

Oslo Børs ønsker å rette fokus på at dette også gjelder ved fastsettelse av vilkår for og ved gjennomføringen av en reparasjonsemisjon, hvor formålet ofte er å reparere utvanningseffekten og eventuell økonomisk forfordeling som den rettede emisjonen innebærer for eksisterende aksjonærer som ikke er gitt anledning til å tegne seg i den rettede emisjonen.

Børsen har i den senere tid observert en tiltakende bruk av kriterier og metoder som utelukker visse grupper aksjonærer fra å delta i reparasjonsemisjoner, og det er særlig aksjonærer med mindre aksjeposter som eier sine aksjer via forvalter som regelmessig blir avskåret fra å delta i slike emisjoner. Det er børsens vurdering at en slik praksis utfordrer likebehandlingsregelen.

Oslo Børs mener det er viktig at det ikke etableres en praksis og oppfatning i det norske markedet om at sjablongmessige kriterier som de facto utelukker visse aksjonærgrupper fra å delta i reparasjonsemisjoner, uten videre utgjør en saklig forskjellsbehandling som er tillatt under likebehandlingsregelen. Oslo Børs ønsker derfor å gi utstederne notert på våre markedsplasser, og rådgivere som regelmessig bistår disse, en veiledning hvor prinsipielle utfordringer angående enkelte utvelgelseskriterier og likebehandlingsprinsippet omtales.

¹ Begrepet «rettet emisjon» omfatter i denne sammenheng kapitalforhøyelser i noterte selskaper som rettes mot navngitte personer, eller kapitalforhøyelser med minstetegning mot en videre krets.

2 Kort om likebehandlingsprinsippet og kravet til likebehandling i rettede emisjoner og påfølgende reparasjonsemisjoner

Verdipapirhandelloven § 5-14 oppstiller krav om at utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel på norsk regulert marked skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter. Børsen har inntatt en likelydende bestemmelse om likebehandling i børsens løpende forpliktelser for aksjeutstedere og i børsens obligasjonsregelverk².

Likebehandlingsprinsippet retter seg mot alle utstedere av noterte finansielle instrumenter, og innebærer at forskjellsbehandling av instrumentinnehaverne kun er tillatt dersom den er saklig begrunnet i utstedernes og innehavernes felles interesser. Saklighetskriteriet innebærer at formålet med tiltaket som innebærer en forskjellsbehandling må være *relevant* og egnet til å fremme utsteders og innehavernes felles interesse. Videre må tiltaket være *forholdsmessig*. Vilkåret om forholdsmessighet innebærer at vinningen som kan oppnås for fellesskapet og utstederen må ses opp mot ulempen som påføres den enkelte innehaver. I forbindelse med denne vurderingen vil det legges vekt på hvilke handlingsalternativer utsteder står overfor.

Børssirkulære 2/2014 inneholder en nærmere omtale av likebehandlingsregelen og det rettslige vurderingstemaet. Som det fremgår av det omtalte sirkulæret vil spørsmål rundt likebehandling ofte komme på spissen i forbindelse med rettede emisjoner. Rettede emisjoner innebærer etter sin art en utvanning av organisatoriske rettigheter, og forutsetter derfor saklig grunn. Dersom tegningskursen er lavere enn markedskurs, kan en rettet emisjon også innebære en økonomisk forfordeling.

En etterfølgende reparasjonsemisjon kan ha betydning for saklighetsvurderingen i relasjon til den rettede emisjonen, herunder kravet til forholdsmessighet. Hva som skal til for at en reparasjonsemisjon skal ha en tilstrekkelig reparerende effekt må vurderes konkret i hvert enkelt tilfelle. I sirkulære 2/2014 pkt. 4.3 er det inntatt en særlig omtale av reparasjonsemisjoner, og nærmere veiledning med hensyn til hvordan disse bør utformes.

En grunnleggende forutsetning ved gjennomføring av en reparasjonsemisjon er at denne skal sikre størst mulig grad av likebehandling av selskapets aksjonærer. For at en reparasjonsøvelse skal tjene sitt formål, er det helt sentralt at aksjonærer som ikke er gitt reell mulighet til å delta i den rettede emisjonen gis mulighet til å delta i reparasjonsøvelsen på slike vilkår at det ikke oppstår usaklig forskjellsbehandling eller diskriminering.

3 Børsens vurdering av visse typetilfeller

Som nevnt innledningsvis har børsen observert en tiltakende bruk av kriterier og metoder ved gjennomføring av reparasjonsemisjoner som utelukker visse aksjonærgrupper fra å delta i slike emisjoner. Det er børsens vurdering at likebehandlingsprinsippet utfordres dersom kriteriene og metodene som benyttes ved gjennomføringen av slike emisjoner medfører en de facto forskjellsbehandling av aksjonærer som ikke er saklig begrunnet.

² Løpende forpliktelser for selskaper med aksjer og egenkapitalbevis notert på Oslo Børs og Oslo Axess punkt 2.1, Løpende forpliktelser for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market punkt 2.1, og Obligasjons- og ABM-reglene punkt 3.1.1.

Oslo Børs ønsker nedenfor å kommentere enkelte typetilfeller hvor likebehandlingsprinsippet kan utfordres.

3.1 Beholdningsterskler som grunnlag for utestengelse

Oslo Børs har registrert at det i reparasjonsemisjoner tidvis settes som vilkår for deltakelse at aksjonæren har en aksjebeholdning i selskapet som ikke overstiger en gitt terskel. Slike terskler tilsvarer gjerne den minimumsbeholdning som er satt som vilkår for å bli invitert til å delta i den forutgående rettede emisjonen. Sistnevnte terskel kan være fastsatt som et virkemiddel som ledd i å unngå prospektplikt. Det er børsens vurdering at utelukkelse på grunnlag av en definert maksimalbeholdning ikke nødvendigvis er problematisk i forhold til likebehandlingsprinsippet. Dette forutsatt at aksjonærer som utelukkes fra å delta i reparasjonsemisjonen er gitt en reell mulighet til å delta i den rettede emisjonen.

Oslo Børs har imidlertid sett eksempler på at vilkåret for å delta i reparasjonsemisjonen ikke bare knyttes til vilkår om et aksjeinnehav under et definert maksimalnivå, men at terskelen også knyttes til registrert beholdning på konto i VPS. Ved praktiseringen av et slikt vilkår vil aksjonærer med beholdning som kvalifiserer til deltakelse, men som holder sine aksjer via forvalter som har samlet beholdning som overstiger den definerte terskelen, avskjæres fra å delta i reparasjonsemisjonen. Det er børsens vurdering at dette innebærer en potensiell forskjellsbehandling av forvalterregistrerte aksjonærer som vil kunne være usaklig. Generelt må vilkår for deltakelse i rettede emisjoner og reparasjonsemisjoner utformes på en måte som ivaretar kravet til likebehandling. Dette bør som et minimum innebære at det kan gjøres en forsvarlig vurdering av om vilkår for deltakelse i de respektive emisjonene er oppfylt, uavhengig av om aksjene eies via forvalter eller ikke.

Oslo Børs mener at det vil være problematisk om det etableres en markedspraksis som innebærer at aksjonærer som eier aksjer i noterte selskaper via forvalter av denne grunn forhindres, direkte eller indirekte, fra å delta i emisjoner i det norske markedet.

3.2 Invitasjon til deltakelse eller allokering av aksjer i den rettede emisjonen som grunnlag for utelukkelse

Det oppstilles normalt et vilkår for deltakelse i reparasjonsemisjoner at aksjonæren enten (i) ikke har blitt invitert til å delta i den rettede emisjonen, eller (ii) ikke har blitt allokert aksjer i den rettede emisjonen. Alternativ (ii) er et objektivt kriterium og enkelt for utsteder å kontrollere, og medfører sjelden klager fra aksjonærer som ønsker å delta i reparasjonsemisjonen.

Det er derimot børsens erfaring at et utvelgelseskriterium basert på hvilke aksjonærer som ble *invitert* til å delta i den rettede emisjonen er egnet til å utfordre likebehandlingsregelen. Det er børsens vurdering at en invitasjon til å delta i den rettede emisjonen ikke er et saklig utvelgelseskriterium overfor aksjonærer som ikke er gitt reell mulighet til å delta i den rettede emisjonen. Dette kan f.eks. være tilfelle der aksjonæren har blitt oppringt av tilrettelegger, men ikke har tatt eller returnert telefonen eller der tilrettelegger har kontaktet forvalter med invitasjon om deltakelse i den rettede emisjonen, men hvor de bakenforliggende aksjonærene ikke har blitt invitert.

Det er børsens synspunkt at det ikke uten videre foreligger saklig grunn for utelukkelse fra deltakelse i reparasjonsemisjonen i tilfeller hvor tilrettelegger ikke har oppnådd kontakt med, eller ikke har formidlet

invitasjon om deltakelse i den rettede emisjonen til aksjonæren. Dette innebærer etter børsens oppfatning blant annet at aksjonærer som eier aksjer gjennom forvalter, ikke på generelt grunnlag bør avskjæres fra å delta i reparasjonsemisjonen hvor bare forvalter har blitt invitert til å delta i den rettede emisjonen.

For å unngå uenigheter og uklarheter knyttet til om en aksjonær faktisk har blitt invitert til å delta i en rettet emisjonen eller ikke, forutsetter børsen at selskapet besørger gode rutiner og dokumentasjon i invitasjonsprosessen som sikrer at det fra selskapets side enkelt kan dokumenteres hvilke aksjonærer som faktisk er gitt en reell mulighet til å delta i den rettede emisjonen dersom man benytter *invitasjon* som et vilkår for utvelgelse. Som nevnt under punkt 3.1, mener børsen at eventuelle vilkår for deltakelse i rettede emisjoner og reparasjonsemisjoner må utformes på en måte som sikrer overholdelse av likebehandlingskravet, hvilket også stiller krav til at selskapet på en forsvarlig måte er i stand til å kontrollere at vilkåret er oppfylt.

* * *

I lys av ovennevnte finner børsen grunn til å understreke viktigheten av at utsteder er oppmerksom på de problemstillinger som utformingen av vilkårene for deltakelse i reparasjonsemisjoner kan medføre. Børsen ber utsteder på en forsvarlig måte sikre at aksjonærer som på formelt eller faktisk grunnlag blir avskåret fra å delta i en rettet emisjonen, ikke på usaklig grunnlag utelukkes fra å tegne aksjer i en etterfølgende reparasjonsemisjon.

Med vennlig hilsen
OSLO BØRS ASA



Thomas Børchgrøvik
Direktør

Markedsovervåking og -administrasjon



Lars-Erik Oppi
Advokat

Markedsovervåking og -administrasjon