

# VEDTAK OG UTTALELSER

## 2022

## **FORORD**

Vedtak og uttalelser består av utdrag fra de vedtak, brev og andre uttalelser som antas å ha interesse fordi de illustrerer fortolkninger eller praksis.

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.

Oslo Børs gjør oppmerksom på at det kan være enkelte feil og mangler i gjengivelsen.

Børsklagenemndens vedtak og enkelte av børsens vedtak publiseres løpende på børsens nettside: <https://www.euronext.com/nb/markets/oslo>

Utarbeidelse av Vedtak og uttalelser er hvert år et betydelig arbeid. Det rettes en stor takk til alle bidragsyterne, og særlig til Helene Strømme som har gjort en kjempejobb i forbindelse med utarbeidelsen av dokumentet og vært til stor hjelp for undertegnede.

Oslo Børs, 26.01.2023

Kjell Vidjeland  
Juridisk direktør  
Oslo Børs ASA

## INNHOLDSFORTEGNELSE

1.1	NYE SELSKAPER I 2022.....	5
1.2	OPPTAKSPRAKSIS - NYE SELSKAPER.....	6
1.2.1	<i>Dispensasjon fra spredningskrav – Oslo Børs, 16.02.2022</i> .....	6
1.2.2	<i>Vår Energi – Majoritetsaksjonærens adgang til å velge styremedlemmer</i> .....	7
1.2.3	<i>Aksjonæravtale og vetorett i selskap på Euronext</i> .....	8
1.2.4	<i>Rett til å utpeke styremedlemmer og medbestemmelsesrett i selskap på Euronext Growth Oslo</i> .....	9
1.2.5	<i>Due diligence ved overføring av aksjer tatt opp til handel på Euronext Growth til Euronext Expand eller Oslo Børs</i> .....	10
1.2.6	<i>Krav til begrenset revisjon av delårsrapporter i forbindelse med notering på Oslo Børs og Euronext Expand</i> .....	11
1.3	OPPTAKSPRAKSIS – FORTSATT NOTERING .....	11
<b>2</b>	<b>STRYKNING/SUSPENSJON</b> .....	<b>11</b>
2.1	SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING .....	11
2.2	STRYKNINGSSAKER .....	12
<b>3</b>	<b>LØPENDE UTSTEDERREGLER</b> .....	<b>12</b>
3.1	LIKEBEHANDLING AV AKSJONÆRER.....	12
3.1.1	<i>SpareBank 1 Nordmøre – Salg av egenbeholdning av egenkapitalbevis i november 2021, 04.05.2022</i> .....	12
3.2	LØPENDE INFORMASJONSPLIKT MV. ....	15
3.2.1	<i>Umiddelbar offentliggjøring av kapitalendringer, 09.03.2022</i> .....	15
3.2.2	<i>Skriftlig melding til Oslo Børs ved offentliggjøring av innsideinformasjon som har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring, 04.04.2022</i> .....	16
3.2.3	<i>Børsmelding og notifikasjon av [REDACTED] 2022</i> .....	17
3.2.4	<i>Regelverk og forpliktelser knyttet til håndtering av innsideinformasjon, utsatt offentliggjøring, underhåndenvarsling og føring av innsidelister, 18.10.2022</i> .....	19
3.2.5	<i>Zenith Energy Ltd. – violation of the duty to promptly notify Oslo Børs of decisions to delay disclosure of inside information, 03.11.2022</i> .....	22
3.2.6	<i>Underhåndenvarsling til børsen, 08.11.2022</i> .....	25
3.2.7	<i>Oversittelse av frist for notifikasjon, 30.11.2022</i> .....	26
3.3	PERIODISK INFORMASJONSPLIKT – REGNSKAPSRAPPORTERING.....	26
3.3.1	<i>Oversittet frist Oslo Børs, 09.06.2022</i> .....	27
3.3.2	<i>Oversittet frist Euronext Growth Oslo, 01.07.2022</i> .....	27
3.3.3	<i>Halvårsrapport Oslo Børs frist og innholds krav, 20.10.2022</i> .....	28
3.3.4	<i>Oversittet frist årsrapport og innholds krav delårsrapport ABM, 26.10.2022</i> ....	28
<b>4</b>	<b>MEDLEMSFORPLIKTELSER – HANDELSREGLER</b> .....	<b>30</b>
4.1	GENERELL VEILEDNING .....	30
<b>5</b>	<b>OVERTAKELSESTILBUD</b> .....	<b>30</b>
5.1	KONTROLLERTE TILBUD 2022.....	30
5.2	TILBUDSPLIKT .....	30
5.2.1	<i>[Børsnotert ASA] – Erverv ved terminkontrakt og mulig tilleggsvederlag, e-post av 16.03.2022</i> .....	30
5.2.2	<i>DNB/Sbanken - Rentekompensasjon vederlag tilbud, e-post 31.03.2022</i> .....	31
5.2.3	<i>Mercell Holding ASA - Uavhengig uttalelse ved tilbud, e-postkorrespondanse 27.05.2022</i> .....	33
5.2.4	<i>NTS ASA - Vedtak vedrørende konsolidering av aksjonærer, 25.03.2022</i> .....	35
5.2.5	<i>Børsklagenemden – sak 1/2022 – NTS ASA, 30.05.2022</i> .....	55
5.2.6	<i>Salmar/NTS - Økning pris frivillig tilbud etter utbytte, e-post 03.06.2022</i> .....	78

5.2.7	<i>Børsklagenemden – sak 2/2022 – AINMT ASA, 29.08.2022</i>	79
5.2.8	<i>TGS/Magseis Fairfield – Pliktig tilbud avklaring av pris, e-post 30.10.2022</i>	89
5.2.9	<i>Salmar/NTS - Pliktig tilbud avklaring av pris, korrespondanse 14.11.2022</i>	89
5.3	DISPENSASJON FRA TILBUDSPLIKT	90
5.3.1	<i>Solon Eiendom Holding AS – Dispensasjon fra plikt til å fremsette tilbud på aksjene i Solon Eiendom ASA, 12.01.2022</i>	90
5.3.2	<i>RAK Petroleum plc – Exemption from the mandatory bid obligation, 04.02.2022</i>	95
5.3.3	<i>Odfjell Partners Holding Ltd og Odfjell Technology Holding Ltd – dispensasjon fra tilbudsplikt i Odfjell Drilling Ltd og Odfjell Technology Ltd ved fisjon, 14.10.2022</i>	104
5.3.4	<i>Leif Höegh &amp; Co AS – dispensasjon fra tilbudsplikt i Höegh Autoliners ASA ved konsernintern overdragelse, 26.11.2022</i>	107
5.3.5	<i>Flex LNG Ltd. – Exemption from Norwegian rules on take-over bids, 14.11.2022</i>	110
5.3.6	<i>Belships ASA, Kontrazi II AS – Dispensasjon fra tilbudsplikt ved reorganiering av eierskap, 13.12.2022</i>	111

OPPTAK TIL BØRSNOTERING/HANDEL.....

### 1.1 Nye selskaper i 2022

Selskaper som har søkt om notering og er vedtatt tatt opp i 2022:

<b>OSLO BØRS</b>	<b>Første noteringsdag</b>
Vår Energi	16.02.2022
PetroNor E&P ASA <sup>1</sup>	28.02.2022
Elliptic Laboratories ASA <sup>2</sup>	04.03.2022
Rana Gruber ASA <sup>2</sup>	28.03.2022
Odfjell Technology Ltd	29.03.2022
Höegh Autoliners ASA <sup>2</sup>	02.05.2022
Nykode Therapeutics ASA <sup>2</sup>	16.06.2022
Airthings ASA <sup>2</sup>	24.06.2022
Tekna Holding ASA <sup>2</sup>	01.07.2022
Sikri Holding ASA <sup>2</sup>	07.07.2022
Agilyx ASA <sup>2</sup>	16.09.2022
HydrogenPro ASA <sup>2</sup>	03.10.2022
Seadrill Limited <sup>1</sup>	17.11.2022
Bien Sparebank ASA	14.12.2022
Gram Car Carriers ASA <sup>2</sup>	15.12.2022
Zaptec ASA <sup>2</sup>	22.12.2022

1 Overføring fra Euronext Expand til Oslo Børs

2 Overføring fra Euronext Growth til Oslo Børs

<b>Euronext Expand</b>	<b>Første noteringsdag</b>
Himalaya Shipping Ltd 29.04.2022	29.04.2022

1 Overføring fra Euronext Expand til Oslo Børs

2 Overføring fra Euronext Growth til Oslo Børs

<b>Euronext Growth</b>	<b>Første handelsdag</b>
Gram Car Carriers ASA	31.01.2022
Hyon AS	14.02.2022
Cool Company Ltd.	22.02.2022
Ocean GeoLoop AS	08.03.2022
Waste Plastic Upcycling A/S	22.04.2022
INIFY Laboratories AB	20.06.2022
Nordic Technology Group AS	05.07.2022
Standard Supply AS	22.07.2022
NorAm Drilling AS	07.10.2022
Shelf Drilling (North Sea), Ltd.	12.10.2022

Dolphin Drilling AS	28.10.2022
Energeia AS	13.12.2022
Benchmark Holdings plc	15.12.2022
Awilco Drilling PLC <sup>1</sup>	16.12.2022

1 Overføring fra Oslo Børs til Euronext Growth

<b>Euronext NOTC</b>	<b>Første handelsdag</b>
Cool Company Ltd.	02.02.2022
Jacktel AS	01.04.2022
Standard Supply	16.06.2022
Dolphin Drilling AS	15.09.2022
JengaX AS	19.10.2022

<b>NOTC Family &amp; Friends</b>	<b>Første handelsdag</b>
N/A	

## 1.2 Opptakspraksis - Nye selskaper

### 1.2.1 Dispensasjon fra spredningskrav – Oslo Børs, 16.02.2022

Oslo Børs har en restriktiv praksis med å gi dispensasjon fra kravet til 25 % spredning, jf. Regelbok II for Oslo Børs punkt 3.1.4.1, jf. Regelbok I Regel 6302/1 (i).

#### **Vedtak om opptak til handel – Vår Energi ASA, 16.02.2022 – Oslo Børs**

Oslo Børs offentliggjorde i forbindelse med noteringen av Vår Energi følgende vedtak:

*Oslo Børs vedtok å ta aksjene i Vår Energi ASA opp til handel på Oslo Børs. Det er gitt dispensasjon fra kravet til 25 % spredning av aksjene, jf. Regelbok II for Oslo Børs punkt 3.1.4.1, jf. Regelbok I Regel 6302/1 (i). Dispensasjonen er gitt på bakgrunn av at selskapet har betydelig markedsverdi og et høyt antall forventede aksjonærer. Dispensasjonen forutsetter spredning av aksjene på minst 7.5 % og minimum NOK 6 milliarder i spredning ved opptak til handel. Basert på en overordnet vurdering har Oslo Børs kommet til at en dispensasjon fra kravet om 25 % spredning av aksjene vil være i markedets og investorenes interesse.*

*Det forutsettes at selskapet før første handelsdag for øvrig oppfyller opptakskravene på Oslo Børs.*

*Børsdirektøren gis fullmakt til å fastsette første handelsdag, senest 10. mai 2022.*

I 2021 ble det gitt unntak fra dette kravet, ved opptak av AutoStore Holding Ltd., Aker BioMarine ASA og Aker Horizons ASA, slik det er redegjort for nærmere i *Vedtak og Uttalelser 2021*.

I utdrag fra administrasjonens innstilling til Noteringskomiteen følger blant annet at følgende vurderinger ble gjort:

«Betydning av markedsverdi

Ved vurdering av dispensasjon for Vår Energi er det lagt til grunn at for selskaper av denne størrelse bør det heller gjennomføres en konkret og helhetlig vurdering. Bakgrunnen er at det ikke er hensiktsmessig å opprettholde en strengt formalistisk regel som innebærer at selskaper som i realiteten har en større grad av fri flyt enn mange selskaper som allerede er notert, alene på grunn av at prosentkravet ikke anses å oppfylle kravet til fri flyt. Det er derfor lagt til grunn at markedsverdi av andel i fri flyt heller bør være styrende.

Transaksjon og forventet spredning

Noteringskomiteen og administrasjonen er enig i at det er grunn til å forvente en rekke aksjonærer og at aksjene vil være omsettelige basert på interessen for sektor og selskap, størrelse på selskap og den brede markedsføringen som gjennomføres.

Konklusjon:

Administrasjonen og noteringskomiteen har ved forhåndsvurdering lagt til grunn at markedsverdien på av andelen i fri flyt på omtrent NOK 6 milliarder er betydelig, og en dispensasjon til fri flyt på 7.5 % vil kunne forsvares utfra regelverket og hensynet bak reglene. Foreslåtte dispensasjon forventes å medføre god likviditet i aksjen på bakgrunn av markedsverdien og etter nærmere gjennomgang av transaksjonsstruktur og planlagt markedsføring [...]»

### **1.2.2 Vår Energi – Majoritetsaksjonærens adgang til å velge styremedlemmer**

I selskapets vedtekter var det inntatt bestemmelser om B-aksjer og at innehavere av disse skulle ha rett til å utpeke enkelte styremedlemmer. Nedenfor følger reguleringen av styresammensetningen slik fremgår av vedtektene:

**«§ 6 – Styre**

*Selskapets styre skal ha 8 medlemmer valgt av aksjonærene på generalforsamling, i tillegg til eventuelle ansatterepresentanter.*

**a)** *4 medlemmer til styret (samt eventuelle varamedlemmer til slike) velges av generalforsamlingen med alminnelig flertall blant de avgitte stemmene for B-aksjer, men slik at dette antallet reduseres til (i) 3 medlemmer dersom innehaver av B-aksjene sammen med dets tilknyttede selskaper eier mindre enn 52 % av alle utstedte aksjer i selskapet, (ii) 2 medlemmer dersom innehaver av B-aksjene sammen med dets tilknyttede selskaper eier mindre enn 39 % av alle utstedte aksjer i selskapet, (iii) 1 medlem dersom innehaver av B-aksjene sammen med dets tilknyttede selskaper eier mindre enn 26 % av alle utstedte aksjer i selskapet, og (iv) null medlemmer dersom innehaver av klasse B-aksjene sammen med dets tilknyttede selskaper eier mindre enn 13 % av alle utstedte aksjer i selskapet, i hvilket fall B-aksjonæren vil ha rett til å stemme på alle styremedlemmer i henhold til 6 (b) nedenfor.*

**b)** *Alle andre medlemmer av styret som ikke er valgt av B-aksjene (og eventuelle varamedlemmer til slike), velges av generalforsamlingen med alminnelig flertall blant stemmene avgitt av innehavere av ordinære aksjer som ikke eier B-aksjer eller slike innehaveres tilknyttede selskaper, så lenge innehaveren av B-aksjer har rett til å velge minst ett styremedlem i henhold til 6(a) ovenfor.*

*Ikke færre enn 2 medlemmer valgt i henhold til (b) ovenfor skal være uavhengige av selskapets hovedaksjonær(er), som anbefalt av Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse av oktober 2021.*

*Styrets leder, som skal utnevnes av styret blant de uavhengige styremedlemmene valgt i henhold til (b) ovenfor. Ved stemmelikhet har styreleder dobbeltstemme.*

*Med "tilknyttet selskap" menes i disse vedtektene, med hensyn til enhver aksjonær, enhver annen enhet som direkte, eller indirekte gjennom en eller flere mellommenn, kontrollerer eller er kontrollert av eller er under felles kontroll med en slik aksjonær. I denne definisjon skal bestemmende innflytelse som nevnt i allmennaksjeloven § 1-3 utgjøre kontroll.»*

Oslo Børs gjorde en vurdering av om denne reguleringen av styresammensetning gjorde selskapet uegnet for notering iht. Regelbok II punkt 3.1.1 og Regelbok I punkt 6205.

Oslo Børs la i sin vurdering vekt på at vedtektsbestemmelsene ikke medfører at Eni kontrollerer styret og man har fortsatt har sikret uavhengighet i styret. Det ble blant annet lagt vekt på at vedtektene fortsatt legger til rette for å sikre uavhengige styremedlemmer, slik anbefalt av NUES, samt at styrets leder, som er uavhengig, har dobbeltstemme ved stemmelikhet.

Det bemerkes at vedtektsbestemmelsen sikrer Eni muligheten til å velge styremedlemmer selv ved en mindre aksjebeholdning enn hva som følger av bakgrunnsrettens flertallskrav, men Oslo Børs har lagt til grunn at dette ikke er av avgjørende betydning, og bemerker at antall styremedlemmer vil reduseres forholdsmessig. På denne bakgrunn la administrasjonen til grunn at nevnte vedtektsbestemmelser ikke er til hinder for at selskapet er egnet for notering på Oslo Børs.

### **1.2.3 Aksjonæravtale og vetorett i selskap på Euronext**

I forkant av opptakssaken for Company NN ble det reist spørsmål om en aksjonæravtale mellom selskapet som skulle noteres (Listco) og en aksjonær (Shareholder X) for å regulere eierskapet til det operasjonelle datterselskapet (Company NN), gjorde selskapet uegnet for notering på Euronext Growth i lys av Regelbok II punkt 2.1.2.1. Nevnte aksjonæravtale skulle inneholde vetoretter for Shareholder X, samt enkelte overføringsbegrensninger. Nedenfor følger utdrag fra e-post som beskriver innholdet i aksjonæravtalen.

- Veto rights: Veto rights for Shareholder X against certain resolutions to be passed by the shareholders meeting or board of directors of Company NN for as long as Shareholder X holds at least 10% of the shares in Company NN. Such veto rights include, but are not limited to, changes to the articles of association of Company NN or its subsidiaries, corporate reorganizations involving Company NN or its subsidiaries, capital reductions or redemption or repurchase of shares in Company NN or its subsidiaries, dissolution, declaration of bankruptcy, share capital increases in Company NN or its subsidiaries (with certain exceptions as described in the attached overview), adoption of long-term incentive programs for employees, alteration of the rights of shares in Company NN or its subsidiaries, approval of dividends above certain levels, carrying out an IPO of Company NN, election of the auditor of Company NN or its subsidiaries, approval of investment projects outside of the Company NN group's core activities, related party transactions with a value above certain levels, creation of new subsidiaries which are not wholly-owned, disposal or acquisition of equity interests held by Company NN in the subsidiaries (with certain exceptions as described in the attached



overview), disposal of assets, or creation of encumbrances, by Company NN or its subsidiaries with a value above certain levels, entry into of joint venture agreements or similar agreements by Company NN or its subsidiaries, disposal of intellectual property rights, provision of guarantees and increase of indebtedness above certain levels.

- []
- Transfer restrictions: A preemption right for Shareholder X to acquire shares in Company NN if ListCo transfers shares in Company NN (subject to certain restrictions), a tag-along right for Shareholder X in the event that ListCo transfers shares in Company NN, or a third party subscribes for shares in Company NN, and such transaction represents a change of control in Company NN, an obligation for ListCo to offer to acquire all of Shareholder X' shares in Company NN at fair market value if Shareholder X has used its veto right against a corporate reorganization and ListCo still wants to implement such corporate reorganization, and a right for Shareholder X to require the initiation of an IPO of Company NN. In addition, Shareholder X has a drag-along right pursuant to the Original Shareholders Agreement which allows it to require the other Shareholders to sell all of their shares in Company NN if Shareholder X sells all of its shares (all on the same terms and conditions). Shareholder X has proposed that such drag-along right is substituted with a right for Shareholder X to require Shareholder Y and Shareholder Z to sell all of their shares in ListCo if Shareholder X exercises the Option and wants to sell all of its shares in ListCo.

Følgende tilbakemelding ble sendt til selskapet:

*As a starting point, even though we have not yet seen the actual SHA or articles of association, we would like to immediately note that we do not at listing accept that shareholders have veto rights as suggested below. Furthermore, without carrying out a comprehensive review of the transfer restrictions, this section also seems problematic and extensive, especially as [Company NN] is the only asset and operating entity of Listco.*

Etter overnevnte tilbakemelding, endret selskapet struktur og Shareholder X solgte sine eiendeler i Company NN til ListCo. Det ble videre bekreftet at samtlige eksisterende aksjonæravtaler ville opphøre med effekt senest innen opptaket til handel på Euronext Growth Oslo. Opptaksprosessen er senere utsatt til 2023.

#### **1.2.4 Rett til å utpeke styremedlemmer og medbestemmelsesrett i selskap på Euronext Growth Oslo**

Selskapets rådgiver forespurte i diverse e-post korrespondanse tilbakemelding på ulike aksjonæravtaler for å regulere tre aksjonærers rett til å utpeke styremedlemmer, slik fremgår nedenfor:

- Totalt mellom seks og åtte styremedlemmer, hvorav fire vil være utpekt av de tre aksjonærene beskrevet nedenfor.
- De tre aksjonærer holder henholdsvis 11 %, 12 % og 48 %, og skal ha rett til å utpeke totalt fire styremedlemmer (hvorav aksjonær som eier 11 % skal ha rett til å utpeke to medlemmer så fremt vedkommende eier mer enn 10 %). Dette skal reguleres i aksjonæravtale.

- I vedtektene skal det reguleres at for at «materielle beslutninger» skal være gyldig vedtatt må hver av de tre aksjonærenes styremedlemmer stemme for beslutningen.
- De «materielle beslutninger» inkluderer blant annet materielle kontrakter, økning av aksjekapital, change of control-transaksjoner, fusjoner eller salg og kjøp av virksomhet, samt endring av selskapets virksomhet.

Følgende tilbakemelding ble sendt til Selskapets rådgiver 15. september:

*Vi har diskutert den nye strukturen, og med forbehold om at vi ikke ennå har sett vedtekter og aksjonæravtale, vil vi basert på foreliggende informasjon anse selskapet for uegnet til notering med presentert struktur.*

*Bakgrunnen er at hvert enkelt styremedlem utpekt av aksjonær med foreslått struktur vil ha kompetanse til å stoppe beslutninger som i utgangspunktet skal ligge til hele styret, samt at aksjonærene gis myndighet utover hva deres respektive aksjeandeler tilsier. Videre innebærer planlagt struktur at beslutningsmyndigheten som generelt skal ligge til aksjonærfellesskapet og styret blir konsentrert til enkelte aksjonærer og styremedlemmer utpekt av disse, herunder også aksjonærer med mindre aksjeposter. Vi kan ikke se at det er grunnlag for at disse aksjonærene gjennom utpekte styremedlemmer skal ha særlige retter og myndighet, og anser dette for å kunne gjøre selskapet uegnet for notering på Euronext Growth. Dette er også i tråd med praksis, og vi viser her til Vedtak og uttalelser 2020 punkt 1.2.8 og Vedtak og uttalelser 2014 punkt 2.2.12, som begge gjelder ulike varianter av særlige rettigheter for styremedlemmer utpekt av aksjonærer.*

Selskapet avsluttet etter dette noteringsprosessen mot Euronext Growth Oslo.

### **1.2.5 Due diligence ved overføring av aksjer tatt opp til handel på Euronext Growth til Euronext Expand eller Oslo Børs**

Iht. notis 3.4 pkt. 12 (2) nr. 2 kan Oslo Børs godkjenne at juridisk og finansiell due diligence delvis baseres på due diligence utført i forbindelse med opptak til handel på Euronext Growth Market drevet av Oslo Børs, forutsatt at fullført due diligence er relevant i innhold og omfang, og at kravet om uavhengige due diligence-rådgivere er oppfylt.

Det vil ikke være tilstrekkelig at due diligence rådgiverne i forbindelse med overføringen til regulert marked er uavhengige av utsteder som søker overføring. Det kreves også at due diligence ble gjennomført av parter som var tilstrekkelig uavhengige på tidspunktet for opptak på Euronext Growth. Det bemerkes at dersom juridisk og/eller finansiell due diligence ved overføringssaker delvis skal baseres på due diligence utført i forbindelse med opptak til handel på Euronext Growth Market, forutsetter dette godkjenning av Oslo Børs. Dette har Oslo Børs presisert/gitt tilbakemelding på i flere av årets overføringssaker. I overføringssaker hvor godkjenning iht. notis 3.4 pkt. 12 (2) nr. 2 ikke er gitt av Oslo Børs og due diligence likevel delvis baseres på due diligence utført i forbindelse med opptak til handel på Euronext Growth Market, vil Oslo Børs kunne kreve at utvidet due diligence som tilfredsstiller kravene til due diligence iht. notis 3.4 pkt. 2 gjennomføres.

### 1.2.6 Krav til begrenset revisjon av delårsrapporter i forbindelse med notering på Oslo Børs og Euronext Expand

Iht. Regelbok II Utstederregler pkt. 3.1.2.4 skal det gjennomføres begrenset revisjon av siste delårsrapport offentliggjort eller registrert i perioden mellom balansedato for siste reviderte årsregnskap og tidspunkt for opptak til handel.

Dette gjelder også for kvartalsrapporter med unntak av Q4, dersom revidert årsrapport dekker siste Q4 rapport. Videre gjelder det også ved overføring av aksjer tatt opp til handel på Euronext Growth til Oslo Børs og Euronext Expand uavhengig av hvilken regnskapsstandard selskapet har benyttet på Euronext Growth. Oslo Børs har mottatt søknader om unntak fra dette kravet i løpet av året både i opptaksprosesser som gjelder førstegangsnotering og ved overføring av aksjer tatt opp til handel på Euronext Growth til regulert marked. Oslo Børs har opprettholdt tidligere praksis og ikke tillatt unntak fra dette kravet. I henhold til tidligere praksis kan det gis unntak ved overføring fra Euronext Expand til Oslo Børs.

### 1.3 Opptakspraksis – Fortsatt notering

## 2 STRYKNING/SUSPENSJON

### 2.1 Selskaper som er strøket fra notering

<b>Oslo Børs</b>	<b>Siste handelsdag</b>
Anora Group Plc	03.01.2022
Solon Eiendom ASA	15.02.2022
SBanken ASA	20.04.2022
Insr ASA	16.05.2022
Mercell Holding ASA	24.08.2022
RAK Petroleum plc	21.10.2022
Norway Royal Salmon ASA	08.11.2022

<b>Euronext Expand</b>	<b>Siste handelsdag</b>
AINMT ASA	20.12.2022

<b>Euronext Growth</b>	<b>Siste handelsdag</b>
Aker Clean Hydrogen AS	20.06.2022
Aker Offshore Wind AS	20.06.2022
Kalera S.A.	04.07.2022
Ørn Software Holding AS	10.08.2022
EcoOnline Holding AS	21.09.2022
Netoil Capital Ltd	19.10.2022
House of Control Group AS	23.11.2022
Play Magnus AS	29.12.2022

<b>Euronext NOTC</b>	<b>Siste handelsdag</b>
Chemical Tankers Inc	28.01.2022
Cool Company Ltd. <sup>2</sup>	21.02.2022
Eqology AS	29.04.2022
Etrinell AS	10.06.2022
EDEA Holding AS	16.06.2022
Standard Supply <sup>2</sup>	21.07.2022
Noram Drilling Company <sup>2</sup>	06.10.2022
Dolphin Drilling AS <sup>2</sup>	27.10.2022
Gulating Gruppen AS	13.12.2022

1 Notert på Oslo Børs

2 Notert på Euronext Growth

<b>NOTC Family &amp; Friends</b>	<b>Første handelsdag</b>
N/A	

## 2.2 Stryknings saker

### 3 LØPENDE UTSTEDERREGLER

#### 3.1 Likebehandling av aksjonærer

##### 3.1.1 SpareBank 1 Nordmøre – Salg av egenbeholdning av egenkapitalbevis i november 2021, 04.05.2022

*Brev fra Oslo Børs til utsteder av egenkapitalbevis for å gi banken veiledning i enkelte likebehandlingsvurderinger ved salg av egenbeholdning av egenkapitalbevis i lys av håndteringen av bankens salg i november 2021, jf. Regelbok II pkt. 2.1 om likebehandling, jf. pkt. 1.2 (7). Regelen tilsvarende vphl. § 5-14. Samlet sett var det ikke aktuelt å ilegge sanksjon i form av gebyr.*

Det vises til børsmeldinger fra SpareBank 1 Nordmøre («**Banken**») 12. og 15. november 2021 om salg av egenbeholdning av egenkapitalbevis (samlet «**Salgene**»). Det vises også til forespørsel fra Oslo Børs 17. november og Bankens svar av 23. november 2021. Børsens hensikt med dette brevet er å gi Banken en veiledning i enkelte likebehandlingsvurderinger ved salg av egenbeholdning i lys av håndteringen av Salgene i november 2021.

Den 12. november 2021 offentliggjorde Banken salg av 20.000 egenkapitalbevis fra sin egenbeholdning til kurs 133 kroner per egenkapitalbevis. Banken oppgav da at de hadde en egenbeholdning på 88 808 egenkapitalbevis, tilsvarende 0,91 % av utestående eierandelskapital.

Den 15. november 2021 offentliggjorde Banken salg av 82 808 egenkapitalbevis fra sin egenbeholdning til kurs 133 kroner per egenkapitalbevis. I tillegg ble volumet i salget 12. november korrigert, slik at Banken etter 15. november ikke lenger hadde en egenbeholdning av egenkapitalbevis.

Salgene utgjorde i volum omtrent 1,13 % av Bankens utstedte egenkapitalbevis og salgsprovenyet var på 13,7 millioner kroner.

Som et bakteppe for børsens kommentarer til Salgene er det relevant å trekke frem nøkkeltall om likviditeten i Bankens egenkapitalbevis. Nøkkeltallene er hentet fra Infront, og det er fokusert på perioden 4. januar til og med 29. oktober 2021 og beregnet månedlig gjennomsnittstall:

	<b>Januar – oktober 2021</b>	<b>Månedlig gjennomsnitt</b>
<b>Antall omsatte egenkapitalbevis</b>	427 076	42 708
<b>Verdien av de omsatte egenkapitalbevisene</b>	47 812 473 kroner	4 781 247 kroner

I perioden 1. til og med 11. november 2021, i forkant av Salgene, ble det omsatt 69 167 egenkapitalbevis med en samlet verdi på 9 214 973 kroner, som utgjør en gjennomsnittspris på ca. 133 kroner. Tallene reflekterer omsetninger i børsens handelssystem og manuelt innrapporterte handler.

I børsens forespørsel er det referert til regelverket for likebehandling av aksjonærer. I Oslo Regelbok II («**Regelbok II**») pkt. 1.2 (7) fastsettes det at i tilfeller hvor bestemmelsene i Regelbok II gjelder aksjer skal dette også omfatte egenkapitalbevis og andre instrumenter i den grad det er mulig.

Børsens henvendelse gjelder Regelbok II pkt. 2.1 Likebehandling:

*(1) Utstedere 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 Utstедers og innehavernes felles interesse.*

*(2) I forbindelse med omsetning eller utstedelse av Finansielle Instrumenter eller rettigheter til slike, må Utstедers 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.*

Bestemmelsen tilsvarer verdipapirhandelloven § 5-14.

I Bankens redegjørelse av 23. november 2021 fremkommer det at:

- Salgene ble gjennomført til markedspris og Bankens oppfatning var at det ikke medførte noen fordel som ville være i strid med reglene om likebehandling.
- En eventuell forskjellsbehandling var ikke usaklig da strukturen på nedsalget ivaretok alle egenkapitalbeviserens interesser i størst mulig grad.
- Salgsprosessen ble initiert av kjøper.
- Banken hadde ikke behov for å eie egenkapitalbevisene og fokuserte på at salget ville frigjøre kapital til bankens kjernevirksomhet som kom alle bankens eiere til gode.
- Selv med utgangspunkt i den høyeste kursen i Bankens egenkapitalbevis noensinne, som ble fastsatt i perioden som Banken har fokusert på, var salgsprisen kun rabattert med 2,2 %.

- Salg av tilsvarende volum i ordinære markedstransaksjoner over Oslo Børs ville tatt lang tid og medført et salgsoverheng med en potensiell negativ effekt på kursutviklingen til skade for samtlige eiere.
- Banken vurderte å strukturere nedsalget som en ordinær plassering etter markedets stengetid med en offentlig book building. Volumet i transaksjonen er vurdert for lite til at man kunne forvente interesse hos større institusjonelle aktører da en avkortet allokering ville gitt et begrenset beløp i nominell verdi. Uten deltagelse fra nye større investorer fryktet banken i lys av likviditeten at en slik plassering ville tømte markedet for kjøpsinteresse og hatt negativ effekt på kursutviklingen fremover, til skade for samtlige eiere.

Det er positivt at Banken har vurdert ulike alternativer for gjennomføring av Salgene. Børsen har forståelse for at en eventuell gjennomføring med ordinære omsetninger i børsens handelssystem ikke var relevant av tidsmessige hensyn og at Banken selv ikke ønsket å lage et salgsoverheng i sitt egenkapitalbevis. Børsen antar også at kjøper kan ha hatt ønske om å gjennomføre transaksjonene i en blokkhandel.

Børsen er enig i at det aktuelle volumet er lavt i forhold til hva som er normalt å annonsere i en offentlig book building og at det kan medføre lav interesse fra institusjonelle aktører. Samtidig er volumet klart høyere enn den jevne omsetningen og muligheten til å by på en større blokk kunne også tiltrekke ny interesse i markedet. Børsen mener at Banken burde ha offentliggjort at man vurderte salg av egenbeholdningen og at kjøpsinteresse måtte meldes innen et tidsrom. Børsen har tillit til at Banken kunne håndtert det selv, eventuelt med bistand fra rådgiver. En slik øvelse krever noe mer ressurser enn strukturen som Banken aksepterte, men som et børsnotert foretak med en bred eierstruktur som igjen fordrer fokus på likebehandling burde Banken vært villig til å bruke mer ressurser på prosessen.

Banken hevder at strukturen på Salgene ivaretok alle egenkapitaleiernes interesser i størst mulig grad noe Børsen er uenig i. Banken må ta innover seg at det var begrenset likviditet i egenkapitalbeviset. Vi kan ikke se at Bankens aksept for å selge hele sin beholdning til en enkelt aktør uten å sonde markedet ytterligere ivaretok andre eieres mulige kjøpsinteresse. I forlengelsen av dette fremstår forskjellsbehandlingen av øvrige eiere som usaklig og i strid med første ledd i ovennevnte bestemmelse.

Det samlede volum i Salgene, 102 808 egenkapitalbevis, utgjorde om lag fire måneders gjennomsnittlig omsetning. Salgene ble initiert som følge av kjøpsinteresse fra markedsaktører, ikke fordi banken ønsket å selge. Børsen mener det er et signal om en viss kjøpsinteresse i markedet når en gruppering tar initiativ til å kjøpe tilsvarende fire måneders omsetning til markedspris direkte fra Banken. Børsen mener at en bredere markedsføring, via en offentlig book building, var egnet til å øke kjøpsinteressen i markedet ytterligere, som kunne hatt en positiv effekt på oppnådd pris i Salgene.

I lys av dette vil børsen hevde at kjøperne har fått en fordel, på bekostning av øvrige eiere, i form av lav pris som følge av at Banken aksepterte å selge egenbeholdningen til markedspris uten å offentlig annonsere at beholdningen var til salgs. Børsens vurdering er at en slik fordel var urimelig, jf. Regelbok II pkt. 2.1 (2), da det etter børsens skjønn bare var i kjøpers interesse at mulig salg av egenbeholdningen ikke ble bredt markedsført.

Banken argumenterer for at bred markedsføring av egenbeholdningen kunne medført at markedet ble tømte for kjøpsinteresse og at det ville medført en negativ effekt på kursutviklingen fremover. Børsen mener det er vanskelig å legge eventuelle fremtidige kurseffekter til grunn i en likebehandlingsvurdering og Bankens mål bør være å maksimere verdien for sine eiere i faktiske transaksjoner.

Børsen kjenner ikke salgsprosessen utover hva som er opplyst av Banken, men vil anta at kursnivået i Salgene kunne anses som et minimumsnivå («gulv») for gjennomføring. En bred markedsføring av egenbeholdningen ville i hovedsak ha en positiv oppside for prisen, og tatt i betraktning at initiativet i prosessen kom fra kjøper er det nærliggende å anta at kjøpsinteressen fortsatt var til stede hvis markedsføringen ikke hadde den antatte effekten på pris. Banken ville i et slikt scenario i større grad kunne argumentere for at likebehandling var ivaretatt, selv om man likevel endte med å selge til samme kjøper til samme pris, fordi øvrige eiere da hadde fått en reell mulighet til å melde sin interesse.

Vi vedlegger børssirkulære 2/2014 for ytterligere veiledning rundt likebehandling. Sirkulæret er tydelig på at likebehandlingsspørsmål kan oppstå i en rekke situasjoner, selv om sirkulæret fokuserer på rettede emisjoner. Sirkulæret oppstiller et prinsipp om at utsteder har noe større handlingsrom for forskjellsbehandling av eierne ved gjennomføring av tiltak som skal avverge situasjoner som akutte likviditetskriser eller fare for mislighold av låneforpliktelser. Banken har ikke anført noen finansielle grunner for Salgene, og følgelig er det vanskelig å se at Banken skulle ha et større handlingsrom rundt likebehandlingsprinsippet.

Likebehandlingsregelen er et grunnleggende prinsipp i verdipapirhandelsretten med stor betydning for å ivareta nødvendig tillit til markedet gjennom et vern av minoritetseiere.

Brudd på bestemmelsene om likebehandling kan sanksjoneres med gebyr, jf. Regelbok II pkt. 2.11.3. I denne saken har børsen tillagt vekt at volumet i transaksjonen er relativt lavt. Det er heller ikke mottatt klager på Bankens opptreden i salgene. Samlet sett er det ikke aktuelt å ilegge sanksjon, men saken kan ha betydning for reaksjonsform ved eventuelle gjentatte brudd på børsens regelverk. I tillegg vil børsen benytte dette brevet som veiledning til andre markedsaktører ved å gjøre brevet tilgjengelig på vår nettside under «Vedtak og uttalelser».

## **3.2 Løpende informasjonsplikt mv.**

### **3.2.1 Umiddelbar offentliggjøring av kapitalendringer, 09.03.2022**

Det vises til e-post fra Oslo Børs [redacted] 2022 vedrørende umiddelbar offentliggjøring av kapitalendringer og svar i e-post fra [redacted] («Selskapet») [redacted] 2022. Selskapet hadde ikke sendt børsmelding i forbindelse med kapitalforhøyelse som omfattet en kapitaløkning på [redacted] nye aksjer i Selskapet.

Som ledd i børsens rutinemessige oppfølging av de noterte selskapenes informasjonsplikt minner vi om Oslo Regelbok II – Utstederregler («**Utstederreglene**») punkt 4.8.4.4 (3) «*Endring i aksjekapital*». Det følger av bestemmelsen at ved enhver endring i aksjekapitalen eller antall utstedte Aksjer skal Utstederen straks offentliggjøre at endringen er gjennomført, samt størrelsen på den nye aksjekapitalen og totalt antall utstedte Aksjer. Selskapet publiserte ikke børsmelding i forbindelse med kapitalendringen og det foreligger dermed et brudd på bestemmelsen. Oslo Børs ønsker derfor å minne Selskapet på at Selskapet straks må offentliggjøre kapitalendringer i samsvar med bestemmelsen. Det er viktig å ivareta hensynet til markedet ved å offentliggjøre endringer slik at det til enhver tid er korrekt og oppdatert informasjon. Markedet kan for eksempel benytte aksjekapitalen publisert på våre hjemmesider til å beregne flaggeterskler. Oslo Børs ønsker derfor å påpeke viktigheten av å ha oppdatert og riktige tall på våre nettsider.

### **3.2.2 Skriftlig melding til Oslo Børs ved offentliggjøring av insideinformasjon som har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring, 04.04.2022**

*Informasjonsbrev fra Oslo Børs vedrørende regelen om skriftlig melding («Notifikasjon») ved offentliggjøring av insideinformasjon som har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring, jf. MAR art. 17 nr. 4 tredje ledd, jf. Oslo Regelbok II punkt 4.2.1.4 og Euronext Growth Oslo Regelbok Del II punkt 3.9.4. Påminnelse til utstederne om å innrette seg etter gjeldende regel om Notifikasjon som følge av børsens erfaring om at flere utstedere ikke har overholdt kravet, og børsen varsler en planlagt strengere håndhevelse av bestemmelsen ved identifisering av brudd. Særsilt omtalt er Notifikasjon ved offentliggjøring av regnskapsrapporter.*

#### **1. Innledning**

Utsteders informasjonsplikt følger av EUs forordning om markedsmisbruk («MAR») og gjennom tilsvarende bestemmelser i børsens utstederregler, og børsen har delegert myndighet til å føre tilsyn med denne.

Hensikten med dette brevet er å redegjøre for regelen om skriftlig melding («**Notifikasjon**») ved offentliggjøring av insideinformasjon som har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring, jf. MAR art. 17 nr. 4 tredje ledd, jf. Oslo Regelbok II punkt 4.2.1.4 og Euronext Growth Oslo Regelbok - Del II punkt 3.9.4, og børsens håndhevelse av dette. Etter implementeringen av MAR i norsk rett 1. mars 2021 er børsens erfaring at flere utstedere ikke har overholdt kravet om innsending av Notifikasjon, og at det er behov for å minne utstederne om å innrette seg etter gjeldene regel.

#### **2. Notifikasjon til Oslo Børs ved offentliggjøring av insideinformasjon**

Hovedregelen for utsteders informasjonsplikt er at utsteder så snart som mulig må offentliggjøre insideinformasjon som direkte vedrører utsteder, med mindre vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylt. Dersom utsteder beslutter utsatt offentliggjøring av insideinformasjon vil utsteder være forpliktet til å sende Notifikasjon til børsen umiddelbart etter at insideinformasjonen er offentliggjort. Beslutning om utsatt offentliggjøring av insideinformasjon medfører også øvrige forpliktelser for utsteder, som føring av innsidelister og forbud mot ulovlig spredning av insideinformasjon, jf. MAR artikkel 18 og 10. Børsen har utviklet en funksjonalitet for innsending av Notifikasjon i børsens portal for utstedere, NewsPoint, som alle utstedere skal bruke. Det er ingen offentlighet rundt Notifikasjonen, og mottaker er alene Oslo Børs.

Det følger som nevnt av MAR at Notifikasjon skal sendes umiddelbart etter offentliggjøring av insideinformasjonen som har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring. Det betyr at Notifikasjonen sendes nært i tid etter at insideinformasjonen er offentliggjort, og at det normalt ikke er nødvendig med tidsbruk utover tiden det naturlig tar å fylle ut skjemaet i NewsPoint. Utstederne anbefales å gjøre seg kjent med funksjonaliteten for innsending av Notifikasjon før insideinformasjonen offentliggjøres for sikre umiddelbar innsending.

Det presiseres at plikten til å sende Notifikasjon kommer i tillegg til utsteders varslingsplikt til børsen ved beslutning om utsatt offentliggjøring av insideinformasjon, jf. Oslo Regelbok II punkt 4.2.1.2 (3) og Euronext Growth Oslo Regelbok – Del II punkt 3.9.2 (3). Varsling ved beslutning om utsatt offentliggjøring av insideinformasjon gir børsen anledning til intensivt overvåking av noterte instrumenter hvor det eksisterer insideinformasjon som ikke er offentliggjort.

Notifikasjonene er gjenstand for kontroll hos Oslo Børs herunder om de er mottatt umiddelbart etter offentliggjøring av insideinformasjon, om forholdet som Notifikasjonen omhandler er varslet til børsen i forkant i samsvar med varslingsplikten og om informasjonen i Notifikasjonen samsvarer med utstedernes forhåndsvarsling.



### **3. Særskilt om Notifikasjon ved offentliggjøring av regnskapsrapporter**

Børsens oppfatning er at utstederne i flere tilfeller ikke synes å ha overholdt kravet om Notifikasjon i tilknytning til offentliggjøring av regnskapsrapporter der disse må anses å utgjøre innsideinformasjon. Utstederne gjøres oppmerksom på at MAR ikke oppstiller unntak fra plikten til å sende Notifikasjon der regnskapsrapporter i seg selv utgjør innsideinformasjon, og at utstederne må overholde plikten til å sende Notifikasjon også i slike sammenhenger. Det presiseres at det ikke er krav om Notifikasjon hvis utsteder vurderer at den offentliggjorte regnskapsrapporten ikke inneholder innsideinformasjon.

Som kjent gjelder ikke varslingsplikten til Oslo Børs ved beslutning om utsatt offentliggjøring av regnskapsrapporter i samsvar med finansiell kalender. Utsteder skal likevel sende notifikasjon ved offentliggjøring av regnskapsrapporter hvis de inneholder innsideinformasjon. Reglene om Notifikasjon må i denne sammenheng ikke forveksles med unntaket fra varslingsplikten ved beslutning om utsatt offentliggjøring.

### **4. Børsens håndhevelse av utstedernes etterlevelse av kravet om notifikasjon**

Etter implementeringen av MAR i norsk rett har børsen hatt en operativ tilnærming til oppfølgingen av kravet om Notifikasjon. Mottatte Notifikasjoner har vært gjenstand for kontroll og avvik er fulgt opp med forespørsler og veiledning av enkeltutstedere. I tillegg har børsen ved flere anledninger kommunisert eksternt at det synes som om mange utstedere ikke etterlever kravet om Notifikasjon. Børsen vil varsle en planlagt strengere håndhevelse av bestemmelsen om Notifikasjoner fremover ved identifisering av brudd. I enkeltsaker vil det være aktuelt for børsen å sanksjonere utsteder ved brudd på kravet om Notifikasjon.

### **5. Avsluttende bemerkninger**

Oslo Børs vurderer det som kritikkverdig at flere utstedere ennå ikke har innrettet seg etter reglene om Notifikasjon etter ikrafttreddelsen av MAR i norsk rett 1. mars 2021. Bestemmelsene i MAR om Notifikasjon skal legge til rette for at kompetent myndighet kan fange opp hvorvidt innsideinformasjonen som offentliggjøres har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring. Varslingsplikten til Oslo Børs ved beslutning om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon gir til dels samme informasjon som en Notifikasjon, men det er primært overvåkingshensyn som ligger bak varslingsplikten. Varslingsplikten er kun hjemlet i børsens eget regelverk og følger ikke av MAR. Børsen er opptatt av at utstederne tar innover seg samtlige bestemmelser i MAR, og har derfor vurdert det som nødvendig å minne om reglene knyttet til Notifikasjon, samt varsle om en strengere håndhevelse av kravet om Notifikasjon fremover.

#### **3.2.3 Børsmelding og notifikasjon av █████ 2022**

Det vises til børsmelding («Børsmeldingen») fra █████ den █████ 2022 med informasjon om █████ («Nemnda») som innebar opphevelse av █████ vedtak om █████. Det vises også til notifikasjon, jf. Oslo Børs regelbok II pkt. 4.2.1.4, jf. MAR artikkel 17 nr. 4 tredje ledd, mottatt av Oslo Børs samme dag («Notifikasjonen»), samt etterfølgende korrespondanse mellom █████ og █████ i tidsrommet █████ og █████ i år.

Oslo Børs vil med dette knytte enkelte kommentarer til █████ vurderinger i forberedelsene til Nemndas vedtak, basert på █████ redegjørelser til børsen. Børsen deler █████ syn på at det endelige utfallet i saken, som var utenfor █████ kontroll, sannsynligvis ville bli dominerende for kursutviklingen i █████ aksjen, og at det var behov for å forberede ulike utfall.

Nemndas vedtak medførte at █████ aldri gjennomførte planene om å førtidig offentliggjøre nøkkeltall for Q1-2022 som et virkemiddel for å redusere usikkerhet i markedet, i tilfelle at █████ vedtak ble opprettholdt. Notifikasjonen ble sendt som

følge av forberedelser som aldri ble aktualisert. Oslo Børs er kritiske til [REDACTED] vurderinger i forberedelsesfasen, som redegjort for her:

- Oslo Børs mener at vurderingen av nøkkeltallene som innsideinformasjon, jf. Oslo Børs regelbok II pkt. 4.2.1.1, jf. MAR artikkel 7, burde gjøres i forhold de aktuelle tallene i seg selv, og at det bl.a. er relevant å vurdere tallene mot historiske tall og forventninger i markedet. [REDACTED] argumenterer for at de aktuelle nøkkeltallene var ikke-publisert finansiell informasjon, som senere kunne bli innsideinformasjon, betinget av Nemndas vedtak. Børsen har ikke innhentet tilstrekkelig informasjon til å gjøre en selvstendig vurdering av om nøkkeltallene var innsideinformasjon, men mener at vurderingen skal gjøres opp mot kriteriene i MAR artikkel 7, og at det ikke er relevant å trekke inn fremtidige betingede begivenheter i vurderingen.
- Som følge av at nøkkeltallene ble vurdert som ikke-publisert finansiell informasjon med planlagt offentliggjøring [REDACTED] i henhold til finansiell kalender, benyttet [REDACTED] en intern rutine for håndtering av regnskapsinformasjon før offentliggjøring. [REDACTED] førte innsidelister i Insider Log og konkludert med at det ikke var behov for å varsle børsen, jf. unntaket i Oslo Børs regelbok II pkt. 4.2.1.2 (3), siste setning. Børsen har ikke tatt stilling til om nøkkeltallene utgjorde innsideinformasjon, men ønsker å presisere at det nevnte unntaket fra varslingsplikten, kun gjelder for innsideinformasjon i finansielle rapporter som offentliggjøres i henhold til finansiell kalender. I denne saken var det aktuelt å offentliggjøre nøkkeltallene førtidig i forhold finansiell kalender, og endelig beslutning skulle tas samme kveld som da Nemndas konklusjon forelå. Ved førtidig offentliggjøring av nøkkeltall hvor utsteder mener tallene utgjør innsideinformasjon skal forhåndsvarsles i henhold til Oslo Børs regelbok II. Se neste kulepunkt vedrørende riktig tidspunkt for forhåndsvarsling.
- [REDACTED] har redegjort for at det var aktuelt å varsle børsen før børsåpning [REDACTED], i henhold til Oslo Børs regelbok II pkt. 4.2.1.2 (3), hvis konklusjonen fra Nemnda var negativ og med intern beslutning om å offentliggjøre nøkkeltallene. Beslutning om offentliggjøring skulle tas på kvelden [REDACTED], med eventuell offentliggjøring før børsåpning [REDACTED]. Presentasjon av nøkkeltallene var planlagt på ettermiddagen [REDACTED]. Børsen følger ikke [REDACTED] resonnement i dette og ser behov for å understreke at varslingsplikten inntreer ved beslutning om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon, ikke ved offentliggjøring av den.
- [REDACTED] innrømmer at det burde vært ført en sensitivitetsliste istedenfor en innsideliste i saken. Børsen vil påpeke at dette avhenger av vurderingen av nøkkeltallene opp mot MAR artikkel 7, og om vilkårene for utsatt offentliggjøring, jf. Oslo Børs regelbok II pkt. 4.2.1.2 var til stede. Realiteten er at det er ført en innsideliste. Ifølge kontrollspørsmålene i innsidelisten har [REDACTED] vurdert de aktuelle tallene som ikke vesentlig endret fra tidligere kommunikasjon til markedet, at tallene ikke sier noe om at finansielle mål som ikke vil nås og at tallene heller ikke bryter med forventningene i markedet som [REDACTED] selv har skapt. Basert på dette er det vanskelig for børsen å se at kriteriet i definisjonen av innsideinformasjon, om en vesentlig effekt på kursen på selskapets aksjer ved offentliggjøring, jf. MAR artikkel 7, 1 a) var oppfylt.
- Som nevnt mottok Oslo Børs notifikasjon få timer etter endelig beslutning fra Nemnda. I henhold til MAR artikkel 17 nr. 4 skal det sendes notifikasjon når utsteder offentliggjør innsideinformasjon som har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Børsen var ikke forhåndsvarslet om sakens omstendigheter og måtte relatere notifikasjonen til Børsmeldingen. Bakgrunnen for den mottatte notifikasjon fremstod derfor uklar for børsen, og [REDACTED] fremstod ikke som kjent med reguleringen i MAR på dette området.

Som en oppsummering vil børsen understreke viktigheten av gode vurderinger når børsnoterte selskaper tar stilling til om noe utgjør innsideinformasjon. Børsen finner det utfordrende å forstå [REDACTED] vurderinger, selv etter to mottatte redegjørelser. På en side har [REDACTED] i stor grad agert som om nøkkeltallene utgjorde innsideinformasjon ved å føre innsidelister, påberope seg unntaket fra varslingsplikten for innsideinformasjon i finansielle rapporter i henhold til finansiell kalender, og det er sendt notifikasjon slik MAR fastsetter ved offentliggjøring av innsideinformasjon som har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring.

På den andre siden vurderte [REDACTED] tallene som ikke-publisert finansiell informasjon, men innrømmet samtidig at de samme tallene kunne bli innsideinformasjon få dager senere. [REDACTED] svar på egne kontrollspørsmål i innsidelisten tilsier, etter børsens skjønn, at tallene ikke utgjorde innsideinformasjon.

Innsideinformasjon er et koblingsbegrep i lovgivingen som utløser en rekke plikter for utsteder når den oppstår, som diskutert i dette brevet. Overnevnte punkter adresserer flere mulige brudd på MAR og børsens regler, hvis en kan konkludere at nøkkeltallene utgjorde innsideinformasjon. Verken børsen eller [REDACTED] har konkludert entydig i dette, men Børsen vil likevel anbefale å gå bort fra å vurdere situasjoner som innsideinformasjon, betinget av andre fremtidige forhold utenfor [REDACTED] kontroll. Vurderingen bør normalt gjøres i en nåsituasjon, uten betingelser.

Med en klar konklusjon på at nøkkeltallene var innsideinformasjon, og ved en eventuell offentliggjøring av tallene, ville børsen vurdert det som aktuelt med sanksjoner mot [REDACTED], jf. Oslo Regelbok II pkt. 2.11.3. Realiteten er at nøkkeltallene aldri ble offentliggjort og således ikke hadde innvirkning på markedet, noe børsen har tillagt vekt. Det er også tatt med i betraktning at [REDACTED] har gjennomført tvangsinnløsning av øvrige aksjonærer i [REDACTED] og [REDACTED] børsnotering vil opphøre om kort tid. Samlet sett er det ikke prioritert å gå nærmere inn i om nøkkeltallene utgjorde innsideinformasjon eller å forfølge mulige sanksjoner i henhold til børsens regelverk. Oslo Børs har likevel prioritert å utarbeide brevet slik at de involverte kan ta med seg overnevnte læringspunkter videre.

### **3.2.4 Regelverk og forpliktelser knyttet til håndtering av innsideinformasjon, utsatt offentliggjøring, underhåndenvarsling og føring av innsidelister, 18.10.2022**

Det vises til børsmeldinger [REDACTED] 2022 og [REDACTED] 2022 merket som innsideinformasjon, samt tidligere korrespondanse med børsen vedrørende regelverk og forpliktelser knyttet til håndtering av innsideinformasjon, utsatt offentliggjøring, underhåndenvarsling til børsen og føring av innsidelister. Det gjøres oppmerksom på at manglende underhåndenvarsling i forbindelse med utsatt offentliggjøring, slik som tilfellet var for informasjonen i børsmeldingen av [REDACTED] 2022, utgjør brudd på børsens regelverk. Vi har besluttet å ikke forfølge saken utover denne e-posten, men gjør oppmerksom på at saken kan ha betydning ved eventuelle fremtidige brudd på børsens regelverk.

Nedenfor følger en kort oversikt over regelverket knyttet til de ovennevnte temaer. Videre har vi på våre nettsider et digitalt kurs som gir introduksjon til løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper. Vi oppfordrer sterkt til at relevante ansatte i selskapet tar dette kurset. Kurset og presentasjon finner dere her: [Kurs og seminarer | euronext.com](https://www.uronext.com).

#### Innsideinformasjon

Innsideinformasjon er i MAR artikkel 7 definert som «presise opplysninger som ikke er blitt offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter, og som er egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene eller kursen på tilknyttede finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort.» Vilklårene i denne definisjonen er nærmere beskrevet i Oslo Regelbok Del II Utstederregler punkt 4.2.1.

#### Plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon

Vi viser til Oslo Regelbok Del II Utstederregler punkt 4.2.1.1 «Informasjonspliktens innhold»:

*Utstederen skal offentliggjøre innsideinformasjon i samsvar med [MAR artikkel 17](#), jf. [MAR artikkel 7](#), samt artikkel 2 i [kommisjonsforordning 2016/1055](#).*

Iht. MAR artikkel 17 nr.1 skal utsteder «så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon som direkte vedrører utstederen». Dette innebærer at innsideinformasjon må offentliggjøres med en gang utsteder har mottatt eller blir klar over denne, med mindre vilklårene for utsatt offentliggjøring er oppfylt. I «så snart som mulig» ligger det normalt kun den tid det tar å utforme børsmeldingen om forholdet.

#### Utsatt offentliggjøring og underhåndenvarsling til Oslo Børs

Vi viser til Oslo Regelbok Del II Utstederregler punkt 4.2.1.2 «Beslutning om utsatt offentliggjøring»:

*(1) Utsteder kan utsette offentliggjøring av innsideinformasjon i henhold til [MAR artikkel 17 nr. 4](#).*

*(2) Utsteder skal ved beslutning av utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon dokumentere særskilt informasjon om beslutningen i henhold til artikkel 4 nr. 1 i [kommisjonsforordning 2016/1055](#).*

*(3) Ved beslutning om utsatt offentliggjøring skal Utstederen uoppfordret og umiddelbart gi Oslo Børs melding om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen. Varslingsplikten gjelder ikke ved utsatt offentliggjøring av finansiell informasjon i årsrapport, halvårsrapport og kvartalsrapporter som offentliggjøres i samsvar med Utstedeers finanskalendarer.*

Vilkårene for utsatt offentliggjøring følger av [MAR artikkel 17 nr. 4](#). Av denne følger at utsteder på eget ansvar kan utsette offentliggjøring av innsideinformasjon, forutsatt at følgende vilkår er oppfylt: a) Umiddelbar offentliggjøring er egnet til å skade de legitime interessene til utstederen, b) Utsatt offentliggjøring er ikke egnet til å villede allmennheten, og c) utstederen er i stand til å sikre at opplysningene forblir konfidensielle. Vilklårene er nærmere beskrevet i Oslo Regelbok Del II Utstederregler punkt 4.2.1.2.

Melding om utsatt offentliggjøring skal rettes til børsens avdeling for Markedsovervåking og - administrasjon. Meldingen skal gis per telefon på 22 34 19 11 (samtalene blir lagret). Der utsatt offentliggjøring oppstår utenfor børsens åpningstid vil det være tilstrekkelig at børsen orienteres før børsåpning påfølgende handelsdag. Dette gir Oslo Børs anledning til å intensivere overvåkingen av det relevante finansielle instrumentet og kunne anvende virkemidler i kursnotering som suspensjon hvis det er grunn til å tro at noen i markedet er kjent med innsideinformasjonen.

#### Notifikasjon til Oslo Børs ved offentliggjøring av innsideinformasjon

Vi viser Oslo Regelbok Del II Utstederregler punkt 4.2.1.4 «Skriftlig melding til Oslo Børs ved offentliggjøring av innsideinformasjon som har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring»:

*Utsteder skal ved offentliggjøring av innsideinformasjon som har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring sende melding om dette til Oslo Børs i henhold til [MAR](#) artikkel 17 nr. 4 tredje ledd og [kommisjonsforordning 2016/1055](#) artikkel 4 nr. 2 og 3. Meldingen skal sendes gjennom funksjonalitet for dette i NewsPoint.*

Det følger av MAR artikkel 17 nr. 4 (3) at slik skriftlig melding skal sendes Oslo Børs umiddelbart etter at informasjonen har blitt offentliggjort. Meldingen må som angitt i nevnte bestemmelse gjøres gjennom funksjonalitet for dette i NewsPoint.

#### Innsidelister

Vi viser til Oslo Regelbok Del II Utstederregler punkt 4.2.1.3 «Innsidelister»:

*Utsteder skal sørge for at det føres en liste over personer som gis tilgang til innsideinformasjon i samsvar med [MAR](#) artikkel 18 og [kommisjonsforordning 2016/347](#).*

Ved utsatt offentliggjøring skal utsteder før innsidelister. Innholdskravene følger av MAR artikkel 18 nr. 3 og kommisjonsforordning 2016/347.

Avsluttende bemerkninger knyttet til reglene om innsideinformasjon og informasjonsplikt  
Oslo Børs vil fremheve viktigheten av å gjøre konkrete og grundige vurderinger av hvorvidt det foreligger innsideinformasjon i hver enkelt sak. Dersom innsideinformasjon foreligger på et tidligere tidspunkt enn når transaksjonen offentliggjøres, vil en varsling til Oslo Børs om utsatt offentliggjøring og øvrige forpliktelser dette innebærer for utsteder og de parter som er involvert i saken (taushetsplikt, handleforbud, føring av innsiderlister mv.) gjøre seg gjeldende. Brudd på regelverket knyttet til innsideinformasjon og informasjonsplikt kan medføre kritikk eller sanksjon fra Oslo Børs.

#### Liste over primærinnsidere

Vi ønsker for ordens skyld å presisere at innsidelister og liste over primærinnsidere er to forskjellige ting. Vi viser til Oslo Regelbok Del II Utstederregler punkt 2.6 «Primærinnsideregister»:

*Utsteder skal uten ugrunnet opphold sende Oslo Børs en oppdatert oversikt over Utsteders primærinnsidere og deres nærstående personer i henhold til [MAR](#) artikkel 3 nr. 1 (25) og (26), jf. verdipapirforskriften § 3-3.*

Utstedere skal utarbeide en liste over alle primærinnsidere (personer med ledelsesansvar) og deres nærstående personer og sende listen til Oslo Børs, jf. MAR artikkel 19 nr. 5 og verdipapirforskriften § 3-3. Slike personer må føres på listen uavhengig av eventuell beholdning av finansielle instrumenter i utsteder. Slik liste skal oppdateres løpende uavhengig av om det foreligger innsideinformasjon. Nærmere informasjon om innhold mv. fremgår av Oslo Regelbok Del II Utstederregler punkt 2.6.

#### Kontaktpersoner i Newspoint

Vi ser at selskapets kontaktpersoner i Newspoint ikke er oppdatert. Vi ber om at dette oppdateres straks.

### **3.2.5 Zenith Energy Ltd. – violation of the duty to promptly notify Oslo Børs of decisions to delay disclosure of inside information, 03.11.2022**

*Brev fra Oslo Børs der det etter en samlet vurdering ble besluttet å ilegge Zenith Energy Ltd. kritikk for to brudd på varslingsplikten ved beslutning om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon etter Euronext Growth Oslo Regelbok II – Utstederregler 3.9.2 (3) og 3.9.4. Bruddene skjedde i forbindelse med offentliggjøring av lønnsomhetsrapport for et av selskapets prosjekter og innsendelse av tilbud på en langvarig lisensavtale. Oslo Børs besluttet å ikke forfølge saken utover dette brevet.*

#### **1. Introduction and summary**

Reference is made to the stock exchange announcement by Zenith Energy Ltd. (the "**Company**") on 4 January 2022 at 08:00 (CET) regarding an update on record profitability of Italian electricity production (the "**Profitability Announcement**"). The Oslo Børs Market Surveillance department observed a fairly substantial increase in the trading volume after the Profitability Announcement compared to the preceding period before the announcement. The opening share price was approximately 4% up compared to the closing price of the preceding trading day, and thereafter subsided during the trading day to the same level as the closing price of the preceding trading day.

Reference is also made to the stock exchange announcement published by the Company on 22 September 2022 (the "**Offer Announcement**") in which it was stated that the Company on 15 September 2022 had presented an offer to the relevant Ministry in the Republic of Benin for the award of an initial nine-year licence to operate Block 1 containing the Sèmè oilfield, offshore Benin (the "**Offer**"). The Oslo Børs Market Surveillance department observed a significant increase in the trading volume after the message was published at 10:05 (CET), where the share price rose more than 9% compared to the last trade before the Offer Announcement. The share price subsided during the trading day and closed at approximately 4.7% above the opening share price. After a few trading days the share price subsided to the same level as it was before the Offer Announcement.

The Profitability Announcement and the Offer Announcement are hereinafter jointly referred to as the "**Announcements**".

In relation to the Profitability Announcement, Oslo Børs considers that the Company has violated the duty to promptly notify Oslo Børs of the decision of delayed disclosure of inside information, cf. Euronext Growth Oslo Rule Book Part II (the "**Rule Book Part II**") Section 3.9.2 (3). In relation to the Offer Announcement, Oslo Børs considers that the Company has either violated Rule Book Part II 3.9.2 (3), or the duty to submit a notification to Oslo Børs with correct information in accordance with the Commission Regulation 2016/1055 Article 4 no. 3, cf. Rule Book Part II Section 3.9.4, cf. MAR Article 17 no. 4 third paragraph.

#### **2. Factual circumstances**

##### **2.1 The Profitability Announcement**

In connection with the publication of the Profitability Announcement, the Company submitted a notification to Oslo Børs at 08:00 (CET) on 4 January 2022 pursuant to Rule Book Part II Section 3.9.4. In the notification it was stated that the Company received the Italian production data numbers and pricing at 15:00 (GMT) on 3 January 2022, that time was required to analyse the data, and that a board meeting was held on the morning of 4 January 2022.

Oslo Børs contacted the Company by email on 9 March 2022 in which the Company was asked to provide information about the assessments made with regard to the duty to

promptly inform Oslo Børs of any decision of delayed disclosure of inside information. In an email dated 11 March 2022, the Company provided the Company's assessments. The Company considered that the information was inside information on 4 January 2022 once the Board of Directors had reviewed the data and concluded that a stock exchange announcement was necessary in accordance with the applicable disclosure rules. The Company stressed that Monday 3 January 2022 was a non-working day in the UK where the teams is based, and that time was required to analyse the data and for it to acquire a price sensitive nature.

## **2.2 The Offer Announcement**

The Company contacted the Oslo Børs Market Surveillance department by telephone in the afternoon on 20 September 2022. The Company informed us that the Offer Announcement was imminent, and that the information in the Offer Announcement was inside information. Oslo Børs registered the matter as a decision of delayed disclosure on 20 September 2022 to intensify its surveillance. The Offer Announcement was published on 22 September 2022, and Oslo Børs received a notification about the publication from the Company pursuant to Rule Book Part II Section 3.9.4. Pursuant to both the Offer Announcement and the notification, the Offer was submitted on 15 September 2022.

Oslo Børs sent an email to the Company on 5 October 2022 in which the Company was requested to supply a timeline leading up to the Offer Announcement, such timeline to reflect when the information was considered inside information. The Company provided the requested information in an email dated 6 October 2022. They informed us that the Offer was submitted on 15 September 2022, but that the confirmation of receipt by the Benin authorities was received in the afternoon on 20 September 2022. The Company considered the information to be inside information when the Company received confirmation of such receipt. They further explained that the Oslo Børs Market Surveillance department thereafter was contacted without delay, and that the Company created an insider list on the same date. The date used in the notification, 15 September 2022, was thus in the Company's view a minor discrepancy, and should have been 20 September 2022.

## **3. Legal basis**

Pursuant to the Rule Book Part II section 3.9.1, cf. the Market Abuse Regulation ("**MAR**") Article 17, an issuer shall inform the public as soon as possible of inside information which directly concerns the issuer. Pursuant to MAR Article 7 no. 1 (a), inside information comprises the following:

*"information of a precise nature, which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers or to one or more financial instruments, and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments".*

Furthermore, MAR Article 7 no. 2 states, inter alia, that information shall be deemed to be of a precise nature if:

*"it indicates a set of circumstances which exists or which may reasonably be expected to come into existence, or an event which has occurred or which may reasonably be expected to occur, where it is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices of the financial instruments (...)"*.

An issuer may pursuant to MAR Article 17 no. 4 delay disclosure of inside information. Pursuant to the Rule Book Part II section 3.9.2 (3), the issuer must, on its own initiative, promptly notify Oslo Børs of any decision of delayed disclosure of inside information,

including the background for the decision to delay disclosure. The guidance to the provision states that notification of a decision to delay publication must be given to the Oslo Børs Market Surveillance department by telephone. If an issuer decides to delay public disclosure outside the trading hours, it is sufficient to notify Oslo Børs of the decision prior to the opening for trading on the following trading day. The duty to notify Oslo Børs is due to surveillance purposes, enabling Oslo Børs to intensify the surveillance of financial instruments during periods when price-sensitive information that has not been publicly disclosed exists.

#### **4. Oslo Børs' assessment**

The main intention behind the provision referred to in Rule Book Part II Chapter 3 above is to enable Oslo Børs to intensify surveillance in financial instruments with undisclosed inside information and where there is an increased risk of market abuse, e.g. insider trading and unlawful disclosure of inside information, until the inside information is disclosed by the issuer.

With regard to the Profitability Announcement, the Company has considered that the Italian production data numbers and pricing constituted inside information on 4 January 2022. By Oslo Børs' understanding, the Company considered it inside information from that time because that was when the Board of Directors reviewed the data since 3 January 2022 was a non-working day in the UK. Based on this information, it is Oslo Børs' understanding that the Company considered that the data itself indicated a set of circumstances that existed, and was specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances on the price of the Company's shares.

This would entail that the information on 3 January 2022 was of precise nature relating to the Company, had not yet been made public, and that the Board of Directors on 3 January 2022 would consider it to be likely to have a significant effect on the price of the Company's shares. It would then be inside information as of that time regardless of whether Monday 3 January 2022 was a non-working day in the UK or that the Board of Directors did not review the information before the morning of 4 January 2022.

Oslo Børs would like to emphasize that the guidance in Rule Book Part II section 3.9.1 clearly states that issuers are required to have routines and procedures in place that enable them to properly manage inside information when it arises. Such duty applies regardless of whether or not the inside information arises during exchange trading hours. Oslo Børs expects issuers to be prepared to manage inside information immediately upon receipt during the stock exchange's trading hours, including publication of that information or to formally decide to delay the disclosure based on the conditions pursuant to MAR Article 17 no. 4 being fulfilled. In the latter case, the issuer must create insider lists, secure confidentiality and promptly inform Oslo Børs of the decision. Such requirements apply regardless of whether it is a public holiday in the country in which the issuer is based. The issuer's routines and procedures must also be established in a way that enables it to manage inside information outside the stock exchange's opening hours. An increased vigilance and diligence is required when an issuer expects to receive such information, even though the market is closed.

With regard to the Offer Announcement, the Company has considered that the Company's Offer did not constitute inside information before the receiver confirmed receipt of the Offer on 20 September 2022. If that was the case, the Company should have stated such date in the notification to Oslo Børs. The reference date in notifications is meant to point back to the date on which the Company decided to delay disclosure of inside information, and thus implicitly when inside information arose. It is also as of that date an issuer must keep insider lists, ensure confidentiality etc. Oslo Børs has not made an independent assessment of whether the information in the Offer Announcement was inside information, but notes that the Company has considered it to be as such. In this



regard, Oslo Børs questions why the Company considered the date on which the Benin authorities confirmed receipt of the Offer to be the date on which inside information arose, and not the date on which the Offer in fact was submitted. More specifically, Oslo Børs questions how the Benin authorities' confirmation of receipt affects whether or not the Company's submittal of the Offer constituted inside information, i.e. if the submitted Offer indicated an event that had occurred and was specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that event on the price of the Company's shares (precise nature), was relating to the Company, had not yet been made public, and would be likely to have a significant effect on the price of the Company's shares.

Oslo Børs has not made an independent assessment of whether or not the matters in either of the Announcements were inside information. If the matters were inside information on 3 January 2022 and 15 September 2022, respectively, the decisions not to publish the information constituted decisions of delayed disclosure. That would entail that the Company did not promptly notify Oslo Børs of the decision of delayed disclosure with regard to either of the Announcements, causing Oslo Børs not to be able to perform intensified surveillance activities with regard to the Company's shares in the final trading hours on 3 January 2022, or in the period 15 September 2022 to 20 September 2022. For the latter, if the information in fact was inside information on 20 September 2022 when the Company called Oslo Børs, the Company failed to give correct information in accordance with Commission Regulation 2016/1055 Article 4 no. 3 in its notification to Oslo Børs in connection with the publication of the Offer Announcement, cf. Rule Book Part II Section 3.9.4, cf. MAR Article 17 no. 4 third paragraph.

After an overall assessment, Oslo Børs has decided to address the violations in this letter only. This is particularly due to the fact that the Company with regard to the latest announcement – the Offer Announcement – did contact Oslo Børs to inform about the decision on delayed disclosure at the time the Company believed the information was inside information. However, Oslo Børs expects the Company to have adequate routines, training for employees and a robust organizational set up, also during holidays, so that regulatory duties related to being admitted to trading on Euronext Growth Oslo are handled at all times. It is the Company's responsibility to comply with the Euronext Growth Rule Books and MAR. This entails that it is the Company's responsibility to ensure that its management and relevant persons have sufficient expertise and resources to satisfy the rules and requirements, including with regard to understanding the rules on when information constitutes inside information. Oslo Børs strongly advise relevant persons at the Company to take Oslo Børs' online course "Introduction to Continued Obligations for listed companies" on [Courses and seminars | euronext.com](https://www.euronext.com/en/courses-and-seminars).

Please be advised that both violations will be taken into account when evaluating any potential future violation of the Euronext Growth Rule Books.

Oslo Børs reserves the right to make this letter publicly available on our web page on the same basis as other decisions and statements for the purpose of guidance to the market participants.

### **3.2.6 Underhåndenvarsling til børsen, 08.11.2022**

Det vises til børsmelding av [REDACTED] 2022 vedrørende opptak av konvertibelt lån, samt til selskapets korrespondanse med Oslo Børs per telefon i den forbindelse. I notifikasjonen som Oslo Børs mottok i etterkant av børsmeldingen kom det frem at selskapet har ansett forholdet for å være innsideinformasjon fra søndag [REDACTED] 2022. Oslo Børs ble ikke underhåndenvarslet om forholdet.

Det vises i den forbindelse til Euronext Growth Oslo Regelbok Del II punkt 3.9.2 (3) første punktum:

*«Ved beslutning om utsatt offentliggjøring skal Utstederen uoppfordret og umiddelbart gi Oslo Børs melding om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen.»*

Selskapet har opplyst at man forsøkte å ringe børsen søndag [REDACTED] 2022, altså utenfor børsens åpningstid. Det er videre opplyst om at det i selskapet var en intern misforståelse om at elektronisk innsiderliste ble varslet børsen automatisk. Av veiledningen til Euronext Growth Oslo Regelbok Del II punkt 3.9.2 (3), som gjelder underhåndenvarsling, fremkommer det tydelig at melding om utsatt offentliggjøring skal rettes til børsens avdeling for Markedsovervåkning per telefon, og at det vil være tilstrekkelig at børsen orienteres før børsåpning påfølgende handelsdag dersom utsatt offentliggjøring oppstår utenfor børsens åpningstid. Det ble ikke gjort forsøk på å kontakte børsen per telefon mandag [REDACTED] 2022.

Selskapets manglende underhåndenvarsling til børsen medfører et brudd på regelverket. Børsen ser imidlertid at selskapet ved flere anledninger tidligere i år og i ettertid av den aktuelle børsmeldingen har varslet børsen underhånden i tråd med regelverket. Vi forventer at selskapet også overholder reglene om underhåndenvarsling fremover. Vi har besluttet å ikke forfølge saken utover denne e-posten, men gjør oppmerksom på at saken kan ha betydning for reaksjonsformen ved eventuelle gjentatte brudd på børsens regelverk.

### **3.2.7 Oversittelse av frist for notifikasjon, 30.11.2022**

Det vises til børsmelding fra [REDACTED] («Selskapet») av [REDACTED] 2022 kl. [REDACTED] og skriftlig melding («Notifikasjon») mottatt [REDACTED] 2022 kl. [REDACTED]. Denne e-posten sendes som ledd i børsens oppfølging av Selskapets overholdelse av MAR art. 17 nr. 4 tredje ledd, jf. Oslo Regelbok Del II punkt 4.2.1.4.

Det følger av at MAR art. 17 nr. 4 tredje ledd, jf. Oslo Regelbok Del II punkt 4.2.1.4 at Notifikasjon skal sendes umiddelbart etter offentliggjøring av innsideinformasjonen som har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring. Selskapet sendte Notifikasjon en dag etter børsmeldingen som offentliggjorde innsideinformasjon, og har dermed oversittet notifikasjonsfristen med en dag. Oslo Børs vurderer oversittelsen som uheldig, og ber om at Selskapet gjennomgår sine rutiner på området for å sikre at fremtidige notifikasjoner sendes rettidig i samsvar med regelverket.

Som det fremgår av Oslo Regelbok Del II punkt 2.11.3 (4) kan Oslo Børs vedta å ilegge overtredelsesgebyr i henhold til verdipapirhandelloven § 21-1 (1), jf. § 21-1 (5), ved overtredelse av notifikasjonsplikten i Oslo Regelbok Del II punkt 4.2.1.4. Oslo Børs har besluttet å ikke forfølge saken videre utover denne e-posten. Selskapet gjøres likevel oppmerksom på at saken kan ha betydning for reaksjonsform ved eventuelle gjentatte brudd på børsens regelverk.

Dersom Selskapet er uenig i vår vurdering og forståelse av det faktiske ber vi om at eventuelle kommentarer oversendes per e-post.

### **3.3 Periodisk informasjonsplikt – regnskapsrapportering**

Oslo Børs har sendt en rekke advarsler til utstedere, særlig obligasjonsutstedere, grunnet sen finansiell rapportering. Det har også blitt sendt advarsler til obligasjonsutstedere med hensyn til krav til innhold i den finansielle rapporteringen som følger av børsens egne regler. Dette gjelder obligasjonsutstedere på Oslo Børs som bare utsteder obligasjoner hvis pålydende verdi er minst EUR 100 000, samt obligasjonsutstedere på

ABM Nordic. Mer konkret har det blitt sendt advarsler knyttet til innholdskrav jf. Oslo Børs Regelbok Del II punkt 6.3.1 (3) og jf. ABM-reglene punkt 3.4.3 og 3.4.4, herunder særlig med hensyn til nødvendige erklæringer og beskrivelser. Nedenfor følger utdrag og eksempler fra nevnte advarsler.

Oslo Børs anser det som svært viktig at utstederne overholder forpliktelsene knyttet til finansiell rapportering. Gjentakende brudd på slike forpliktelser kan ha betydning for børsens vurdering av en utstedeers egnethet for notering. Det vises i den forbindelse til børsens adgang til å stryke finansielle instrumenter dersom utsteder ikke lenger tilfredsstillter børsens vilkår eller regler.

### **3.3.1 Oversittet frist Oslo Børs, 09.06.2022**

Reference is made to the Stock Exchange announcement (the "**Announcement**") of [REDACTED] 2022 regarding "Financial calendar" and answer on our request in e-mail of 2022.

The Company has not published the annual report within the deadline in Oslo Rule Book II – Issuer Rules ("**Rule book II**") section 4.3.1 first paragraph second sentence. Oslo Børs wishes to remind the Company of the regulation in Rule book II section 4.3.1 first paragraph second sentence that "*The annual report shall be made public at the latest four months after the end of each financial year.*"

On a general basis, Oslo Børs considers financial information to be of significant importance for all investors' assessment of a company and it forms the basis for their investment decision. It is therefore important that issuers subject to the Euronext rulebooks ensures timely disclosure of their financial information, including the audited annual report, in compliance with the expectations set out in abovementioned provision.

The Company has exceeded the deadline by 4 weeks and Oslo Børs considers the breach of the deadline for publication of the audited annual report significant. The Company is requested to ensure future compliance with the reporting deadlines set out in Rulebook II. Oslo Børs has not considered further sanctioning on the basis of the failure publish the audited annual report timely, however it might be taken into consideration in case of future breaches to any of the Euronext rulebooks.

### **3.3.2 Oversittet frist Euronext Growth Oslo, 01.07.2022**

[REDACTED] («**Selskapet**») har ikke offentliggjort årsrapporten innen fristen i Euronext Growth Oslo Regelbok – Del II («**Regelbok II**») punkt 3.12.2. Oslo Børs ønsker å minne Selskapet om fristen som fremgår av Regelbok II punkt 3.12.2 første punktum der «*årsrapporten skal offentliggjøres så raskt som mulig og senest fem måneder etter regnskapsårets utgang*».

Oslo Børs anser finansiell informasjon som vesentlig betydning for all vurdering av et selskap, og grunnlaget for investeringsbeslutninger. Det er derfor viktig at årsrapporten blir rettidig offentliggjort og ivaretar formålet til bestemmelsen.

Selskapet har overskredet fristen med over 3 uker. Oslo Børs ønsker å påpeke at det er positivt at Selskapet sender en utfyllende forklaring på hvorfor årsrapporten er forsinket og at det er iverksatt rutiner og prosedyrer for å unngå regelverksbrudd. Imidlertid vurderer Oslo Børs fristbruddet som uheldig og ber om at nye prosedyrer og rutiner sikrer at feilen ikke gjentas. Saken avsluttes med denne e-posten. Selskapet gjøres likevel oppmerksom på at saken kan ha betydning for reaksjonsform ved eventuelle gjentatte brudd på børsens regelverk.

### **3.3.3 Halvårsrapport Oslo Børs frist og innholdskrav, 20.10.2022**

Det vises til Oslo Børs Regelbok Del II («**Regelbok II**») som [REDACTED] («**Selskapet**») er underlagt som utsteder av obligasjoner på Oslo Børs. Selskapet må i henhold til Regelbok II punkt 6.3.4 (1) offentliggjøre halvårsrapport så snart som mulig og senest to måneder etter regnskapsperiodens utgang.

Vi ser at selskapet har rapportert kvartalsvis, men det er likevel etter Regelbok II punkt 6.3.4 (1) krav om at selskapet offentliggjør halvårsrapport. Vi ser at innholdet i Q2-rapporten inneholder halvårsregnskap som er et av kravene til halvårsrapport, jf. Regelbok II punkt 6.3.1 (2), jf. verdipapirhandelloven § 5-6 (2) og (4) som angir innholdskravene.

De nevnte innholdskravene til halvårsrapport som oppstilles i verdipapirhandelloven gjelder etter verdipapirhandelloven § 5-4 (9) ikke for utstedere som bare utsteder gjeldsinstrumenter hvis pålydende er minst 100 000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta. I børsens egne regler oppstiller man imidlertid slike innholdskrav også for slike utstedere. Dette fremkommer av Oslo Børs Regelbok Del II punkt 6.3.1 (3), og det er dette som er bakgrunnen for vår forespørsel.

[...]

Vi noterer oss at dere for fremtidige halvårsrapporter vil utarbeide dette i tråd med børsens regelverk. I lys av at årsrapporten snart vil publiseres har vi besluttet å la nåværende halvårsrapport stå som den er. Vi lukker dermed herved saken, men gjør oppmerksom på at saken kan ha betydning ved eventuelle gjentatte brudd på børsens regelverk.

### **3.3.4 Oversittet frist årsrapport og innholdskrav delårsrapport ABM, 26.10.2022**

Reference is made to the stock exchange announcement (the "Announcement") of [REDACTED] 2022 where [REDACTED] (the "Company") has published the annual report for 2021. As part of Oslo Børs' follow-up of the Company's compliance with the Nordic ABM Issuer rules (the "ABM Issuer rules"), section 3.4.7, «public disclosure of the annual report», cf. section 3.5.1 (2), fifth sentence, Oslo Børs request an explanation from the Company regarding the late publication of the annual report for 2021. We request your explanation by [REDACTED] 2022 at 08:30 (CEST). The legal basis for our request is ABM issuer rules section 3.1.5 (5).

Furthermore, the Company must pursuant to the ABM Issuer Rules section 3.4.6 (1) publish an interim report as soon as possible after the end of the relevant period, but at the latest two months after the end of the relevant period. The deadline for interim report has been exceeded and we kindly ask you to publish such report on NewsWeb immediately.

[...]

With regard to the interim report (either as a half year report or tertial report), the content requirement is stated in the ABM Rules section 3.4.4 (2) (please see below). The publication procedure is stated in the ABM Rules section 3.5.1 (we have included section 3.5.1 (1) and (2) below). If the interim report is not published on NewsWeb as the main publication, a copy must also be sent to the Oslo Stock Exchange and published through NewsWeb, cf. Nordic ABM issuer rules section 3.5.1 (2), fifth and sixth sentences. We kindly ask you to publish the interim report immediately. If you need help with the registration or publication on NewsWeb, please contact the market administration on ma@oslobors.no or 22 34 19 45.

#### 3.4.4 INTERIM REPORT

(1) *The borrower must produce half-yearly reports or tertial reports and must publish such reports in accordance with the requirements of this chapter.*

(2) *The interim report shall comprise:*

- 1. the condensed set of financial statement*
- 2. an interim management report*
- 3. a statement made by the persons responsible within the borrower, whose names and functions shall be clearly indicated, to the effect that*

*1. to the best of their knowledge, the condensed set of financial statements has been prepared in accordance with applicable accounting standards and gives a true and fair view of the assets, liabilities, financial position and profit or loss of the borrower and the group taken as a whole, and that*

*2. the management interim report provides a true and fair review of the development and performance of the business, and the position of the borrower and the group taken as a whole, together with a description of the principal risk uncertainties that they face.*

*4. The interim accounts shall at least contain a condensed balance sheet, a condensed profit and loss account and explanatory notes on these accounts.*

*5. The interim management report shall at least include an indication of important events that have occurred during the accounting period and their impact on the interim accounts, together with a description of the principal risks and uncertainties for the next accounting period.*

#### 3.5.1 PROCEDURE FOR PUBLISHING INFORMATION

(1) *Information that must be made public pursuant to these rules, as well as press releases and other information not subject to the duty of disclosure, can, by arrangement, be made public through the Oslo Børs NewsPoint system, unless other provisions require disclosure by other means. Oslo Børs ASA shall ensure that the information is distributed in accordance with the requirements of the second paragraph. The borrower may distribute a representative extract of the information in its announcement to the market and distribute more detailed information as appendices to the announcement through the company message system.*

(2) *Information that must be made public pursuant to these rules can be made public by methods other than as mentioned in the first paragraph. The information must be made public in an efficient and nondiscriminatory manner. The information must be made public without any charge to investors or potential investors in the bonds and through media that shall to a reasonable degree ensure access to the information within the EEA area. Publication shall to the greatest possible degree take place simultaneously in Norway and other EEA states. **The borrower shall send copies of all information that the company is required to publish pursuant to these rules to Oslo Børs ASA at the same time as the information is made public. Oslo Børs ASA will stipulate more detailed guidelines for the submission of such information.***

## 4 MEDLEMSFORPLIKTELSER – HANDELSREGLER

### 4.1 Generell veiledning

## 5 OVERTAKELSESTILBUD

### 5.1 Kontrollerte tilbud 2022

#### Overtakelsestilbud etter vphl. kap. 6

Selskap	Tilbyder	Pliktig/frivillig tilbud	Dato godkjent
Northern Drilling Ltd	Hemen Holding Limited	Pliktig tilbud	01.03.2022
NTS ASA	Salmar ASA	Frivillig tilbud	17.03.2022
5th Planet Games A/S	Skybound Game Studios, Inc.	Pliktig tilbud	27.05.2022
Mercell Holding ASA	Spring Bidco (Norway) AS	Frivillig tilbud	10.06.2022
Magseis Fairfield ASA	TGS ASA	Frivillig tilbud	24.08.2022
Magseis Fairfield ASA	TGS ASA	Pliktig tilbud	09.11.2022
NTS ASA	Salmar ASA	Pliktig tilbud	22.11.2022
Q-Free ASA	Rieber & Søn AS	Pliktig tilbud	24.11.2022

#### Tvangsinnløsning uten at det fremmes pliktig tilbud, vphl. § 6-22 (3)

Selskap	Innløser	Dato godkjent
Solon Eiendom ASA	Solon Eiendom Holding AS	03.02.2022
Sbanken ASA	DNB Bank ASA	06.04.2022
Mercell Holding ASA	Spring Bidco (Norway) AS	11.08.2022

### 5.2 Tilbudsplikt

#### 5.2.1 [Børsnotert ASA] – Erverv ved terminkontrakt og mulig tilleggsvederlag, e-post av 16.03.2022

*E-post vedrørende erverv av aksjer ved terminkontrakt og på hvilket tidspunkt eventuell tilbudsplikt vil utløses samt betydning for pris som følge av mulig gevinstdeling ved salg av aksjer før leveringstidspunkt for termin.*

Vi viser til brev av 11. februar 2022 på vegne av [Investor] AS («IAS») vedrørende [Aksjonær] AS' («AAS») mulige salg av sin aksjepost i [Børsnotert] ASA («BASA»). Vi legger til grunn følgende faktum:

- IAS på konsolidert basis eier i dag [over 40 %] i BASA mens SAS eier [under 30 %] i BASA.
- Det er fremlagt et forslag der IAS kjøper BASA aksjer fra AAS på termin med oppgjør om 6 måneder, der IAS kan gjøre opp ved i) kontanter eller ii) gjennom preferanseaksjer i IAS. Alternativ ii) er ment som et alternativ hvis ikke finansiering faller på plass. Ved ii) gis utbytterett i IAS, som skal motivere IAS til å kjøpe preferanseaksjene tilbake fra AAS. Dersom IAS selger BASA-aksjene helt eller delvis før leveringstidspunktet før termin skal partene dele eventuell gevinst. Dette anses kun som en beskyttelse for AAS for at aksjene ikke blir solgt i det korte bilde uten at AAS får ta del i deler av oppsiden.

- For det tilfellet at IAS risikerer å falle under 40 % av aksjene i BASA under terminperioden, skal IAS ha anledning til å overta deler av aksjene før terminens oppgjør.

- Det er opplyst at det ikke vil foreligge aksjonæravtale eller andre bindinger av noen art mellom IAS og AAS knyttet til eierskapet i BASA, annet enn beskrevet her. Børsen legger til grunn at ikke skal være noe annet form for samarbeid vedrørende BASA-aksjene.

IAS ber om tilbakemelding fra Oslo Børs om den nevnte skissen til transaksjon først vil utløse eventuell tilbudsplikt på tidspunkt for leveransen (VPS-registrering) av aksjer under den skisserte terminen både sett hen til vphl. § 2-5 (5) og verdipapirforskriften § 6-11.

Utgangspunktet for vurderingen er at tilbudsplikt ved terminkontrakter først utløses ved oppgjør av terminforretningen, i dette tilfellet 6 måneder etter inngåelse. Terminkjøperen, IAS, gis en rett og plikt til å erverve aksjene på det tidspunktet og blir altså eier av BASA-aksjene. Det er tidspunktet for eierbeføyelsenes overgang som er avgjørende, altså fra når kjøper kan utnytte aksjonærrettighetene. Dette vil i praksis normalt være fra erververen får aksjene inn på sin VPS-konto. Etter vår vurdering kan vi ikke se forhold i saken som tilsier at bestemmelsen om reelle erverv i verdipapirforskriften § 6-11 vil endre dette.

Et akselerert oppgjør før terminens avtalte oppgjør vil etter vår oppfatning kun innebære at tilbudsplikten utløses tidligere, altså til det tidspunktet terminen faktisk gjøres opp.

Forutsatt at det ikke foreligger andre forhold enn nevnt over som konsoliderer IAS og AAS, så er vår vurdering at IAS og AAS ikke vil konsolideres basert på ovennevnte faktum.

Det som imidlertid i denne saken er viktig å understreke er forholdet om at dersom IAS selger BASA-aksjene helt eller delvis før leveringstidspunktet for termin så skal partene dele eventuell gevinst. Dette vil kunne ha betydning for vphl. § 6-10 (4) om at tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderer har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten intrådte. Det er den økonomiske motytelsen ved aksjeerhvervet som skal legges til grunn. I denne saken er det forslått å avtale et kontantvederlag men i tillegg også en betinget rett til tilleggsvederlag. Denne retten må hensyntas uavhengig av om den faktisk kommer til utøvelse, men det finnes ingen måter å verdsette den på, herunder å beregne sannsynligheten for at betingelsene for tilleggsvederlag etter avtalen vil inntreffe. Det vises i denne sammenheng til Vedtak og uttalelser 2005 pkt. 6.1.2 (Elkem ASA – Børsklagenemnden 1/2005).

Nevnte forhold om eventuell gevinstdeling vil altså kunne anses å ha en økonomisk verdi og vil da presumtivt måtte henføres på aksjesalget som et mulig tilleggsvederlag. Ved kjøp av en kontrollpost som innebærer en kontrollpremie skal øvrige aksjonærer få del i denne. Dette vil derfor kunne medføre krav om en høyere tilbudspris i et pliktig tilbud enn det som avtales som pris per BASA-aksje.

### **5.2.2 DNB/Sbanken - Rentekompensasjon vederlag tilbud, e-post 31.03.2022**

*E-post vedrørende hvorvidt rentekompensasjon gitt i et frivillig tilbud måtte anses som kompensasjon utover markedsmessig avsavnsrente, og dermed vederlag for aksjene, i tilknytning til vurdering av prisen i etterfølgende tvangsinnløsning av aksjene, jf. vphl §§ 6-10 (4) og 6-22 (2).*

Vi viser til mottatt e-post 21. mars 2022 nedenfor med kontrollskjema pris for DNB Bank ASAs («DNB») tvangsinnløsning i Sbanken ASA («Sbanken»). I frivillige tilbud med betingelser tilbys det av og til rentekompensasjon typisk fra utløpet av akseptperioden til

oppgjør skjer. Dette er tilfeller der det er inntatt betingelser for tilbudet som det er grunn til å anta vil medføre at det går tid før det blir avklart om tilbudet vil bli gjennomført, typisk ved myndighetsgodkjennelser. Hvis tilbudet blir gjennomført, vil ikke rentekompensasjonen anses som vederlag for aksjene forutsatt at det «*utgjør en reell markedsmessig kompensasjon for likviditetssavn*» fra det tidspunkt oppgjør ville blitt gitt dersom det ikke var tatt forbehold i tilbudet og frem til det tidspunkt oppgjøret skjer. Vurderingstemaet følger av forarbeidene til verdipapirhandelloven (NOU 1996:2 s. 122 og Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 79).

#### Saksforhold:

DNB har som følge av det frivillige tilbudet oppnådd 91,78 % av aksjekapital og stemmer i Sbanken og kan dermed gå rett på tvangsinnløsning uten pliktig tilbud etter vphl. § 6-22 (3), jf. asal § 4-25. Oppgjøret i det frivillige tilbudet ble gjort 30. mars 2022 med NOK 104,45 per Sbanken aksje + ca. NOK 0,75 i rentekompensasjon (se nedenfor for vurdering). DNB planlegger å gjennomføre tvangsinnløsning i Sbanken om ca. en uke fra i dag. For å kunne planlegge dette så er det etterspurt en avklaring rundt prisen DNB må betale i tvangsinnløsningen av Sbankens aksjonærer. Vurderingen av spørsmålet nedenfor har altså ingen betydning for prisen i det frivillige tilbudet.

Opprinnelig tilbudsperiode i det frivillige tilbudet var fra 26. april til 24. mai 2021 med mulighet til forlengelse t.o.m. 5. juli. Tilbudsperioden ble forlenget to ganger og ble avsluttet 14. juni 2021.

En av betingelsene i tilbudet var myndighetsgodkjennelser, herunder fra Konkurransetilsynet. I tilbudet ble det utformet en «Regulatory Approval Deadline» 18. november 2021. Denne kunne imidlertid utsettes til 18. mai 2022 senest, forutsatt at i) det var «reasonably likely» at myndighetsgodkjennelse ville bli oppnådd i perioden, og ii) rente på 2 % p.a. skulle gis på tilbudsprisen NOK 104,45 per aksje (etter justering for utbytte) forutsatt at tilbudet ble gjennomført.

DNB fikk godkjennelse for gjennomføring av oppkjøpet av Konkurranseskagenemnda (klageorgan for Konkurransetilsynet) 16. mars 2022. Oppgjør i det frivillige tilbudet ble som nevnt gjort 30. mars 2022. Rentekompensasjonen DNB har gitt er altså basert på 2 % p.a. rente for perioden 19. november 2021 til 30. mars 2022, som tilsvarte ca. NOK 0,75 per aksje.

#### Lovregler:

§ 6-10 (4): Tilbudsprisen [i et pliktig tilbud] skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte.

§ 6-22 (2): Dersom tvungen overføring av aksjer finner sted innen tre måneder etter utløpet av tilbudsfristen etter § 6-11, skal tilbudsprisen legges til grunn ved fastsettelsen av løsningssummen hvis ikke særlige grunner tilsier en annen pris.

#### Spørsmål til vurdering:

Om rentekompensasjonen som DNB har gitt på ca. NOK 0,75 per aksje i det frivillige tilbudet «*utgjør en reell markedsmessig kompensasjon for likviditetssavn*» for aksjonærene i Sbanken som hadde godtatt det frivillige tilbudet og ventet på gjennomføring av tilbudet. For det tilfellet at Oslo Børs skulle vurdere det slik at denne kompensasjonen er høyere enn markedsmessig avsavnsrente, vil det overskytende måtte anses som vederlag og legges til prisen på NOK 104,45 per aksje i tvangsinnløsningen.

#### Vurdering:



Oslo Børs har i tidligere sak, og meddelt BÅHR (DNB) tidligere i denne saken, at vi i slike tilfeller anser 3 mnd NIBOR rente for å være innenfor det vi anser som markedsmessig avsavnsrente. Det som imidlertid er tilfellet i denne saken er at DNB har valgt, i form av 2 % p.a., å legge seg noe over 3 mnd NIBOR, men kun gi rente for en del av perioden mellom utløpet av tilbudsperioden og oppgjørstidspunktet. Renten ble beregnet for tidsrommet fra 19. november 2021 til oppgjøret 30. mars 2022. Forarbeidene åpner imidlertid som nevnt for at markedsmessige avsavnsrenter kan gis fra utløpet av tilbudsperioden, som var 15. juni 2021 i dette tilfellet og frem til oppgjøret. Bakgrunnen for at DNB valgte denne løsningen kan være flere men typisk være at DNB ønsket primært å få avklart myndighetsgodkjennelsene innen 18. november 2021, men for det tilfellet at DNB ikke fikk til det, isteden å gi en noe høyere kompensasjon for tidsrommet etter dette. Vår vurdering er at dette i utgangspunktet må være greit. Slik sett anser vi at det vil være en forsvarlig tilnærming ut fra hensynene i en slik sammenheng å fordele de ca. NOK 0,75 per aksje over hele perioden fra etter utløpet av tilbudsperioden 15. juni 2021 frem til oppgjøret 30. mars 2022, og vurdere denne summen for hele perioden opp mot hva 3 mnd NIBOR ville gitt i rentepåslag. Hensynet bak dette er at aksjonærene i Sbanken som hadde godtatt tilbudet i hele perioden har vært avskåret fra å rettslig kunne disponere over aksjene sine og løpt risikoen for at tilbudet ikke skulle bli gjennomført.

Ut fra dette må det da videre vurderes hva 3 mnd NIBOR ville gitt i rentepåslag på NOK 104,45 for perioden 15. juni 2021 til 29. mars 2022 (siste tilgjengelig rentedato). Vi har lagt til grunn følgende beregning:

3 mnd NIBOR per 15.06.21: 0,2 %

3 mnd NIBOR per 19.11.21: 0,81 %

3 mnd NIBOR per 29.03.22: 1,42 %

Gjennomsnitt 15.06.21 - 29.03.22: 0,73 %

NOK 104,45 per aksje 15.06.21 tilsvarer følgende verdi per 29.03.22 hvis snittrenten for perioden 15.06.21 - 29.03.29 benyttes: NOK 105,32 per aksje.

Dette innebærer altså at tilbudsprisen NOK 104,45 per aksje ville blitt tillagt ca. NOK 0,87 per aksje basert på en gjennomsnittlig 3 mnd NIBOR i perioden 15. juni 2021 til 29. mars 2022. Som vi ser så ville en slik rentekompensasjon på ca. NOK 0,87 per aksje for hele perioden vært noe høyere enn DNBS rentekompensasjon på ca. NOK 0,75 per aksje. Etter en slik vurdering foreligger det altså ikke noe kompensasjon utover markedsmessig avsavnsrente i det frivillige tilbudet fra DNBS side sett opp mot slik vi vurderer markedsmessig avsavnsrente basert på 3 mnd NIBOR for hele perioden 15. juni 2021 til 30. mars 2022.

#### Konklusjon:

Oslo Børs' konklusjon er at DNB ikke har gitt noe kompensasjon utover markedsmessig avsavnsrente til aksjonærene i Sbanken i oppgjøret i det frivillige tilbudet, og at det av den grunn ikke foreligger noe vederlag å hensynta i prisen i tvangsinnløsningen i Sbanken. Prisen i tvangsinnløsningen blir altså lik som i det frivillige tilbudet, altså NOK 104,45 per Sbanken aksje.

### **5.2.3 Mercell Holding ASA - Uavhengig uttalelse ved tilbud, e-postkorrespondanse 27.05.2022**

*E-post vedrørende hvorvidt rentekompensasjon gitt i et frivillig tilbud måtte anses som kompensasjon utover markedsmessig avsavnsrente, og dermed vederlag for aksjene, i tilknytning til vurdering av prisen i etterfølgende tvangsinnløsning av aksjene, jf. vphl §§ 6-10 (4) og 6-22 (2).*

Prøvde å ringe deg for å diskutere kandidat for uavhengig uttalelse om tilbudet fra Thoma Bravo på Mercell Holding ASA (vi representerer Mercell).

En aktuell kandidat er Pareto Securities AS, fordi de kjenner selskapet godt og derfor bør være godt rustet for en slik oppgave. Pareto bistår hverken budgiver eller selskapet i forbindelse med transaksjonen (de bistod en tidligere budgiver som ikke kom til enighet med selskapet), og har selv konkludert med at de er uavhengige ift. denne oppgaven.

Samtidig har Pareto/har Pareto hatt ulike oppdrag for Mercell og Mercells nest største eier (Viking Venture) det er viktig at dere er oppmerksomme på:

- Pareto bistod Mercell i forbindelse med noteringen på EGO og har bistått Mercell ved senere emisjoner
- Pareto har bistått Viking Venture med nedsalg av aksjer i Mercell
- Pareto har oppdrag for andre selskaper hvor Viking Venture er eier/hovedeier (herunder Ørn Software og House of Control)

Vi skulle gjerne hatt deres tilbakemelding på dette så raskt som mulig, da vi må snu oss relativt raskt rundt hvis vi må engasjere noen andre enn Pareto.

#### **Svar fra Oslo Børs i e-post 31. mai 2022:**

Takk for informasjonen vedrørende Pareto. Kan dere bekrefte om Pareto har/har hatt oppdrag for selve Viking Venture og tilhørende «paraply» (altså ikke selskapene de har eierskap i).

#### **Oppfølging i e-post 31. mai 2022:**

Vi har fått følgende tilbakemelding fra Pareto:

«Nedsalg i EcoOnline var vel på samme basis som Mercell.

Når det gjelder SPAC'en ble mandatet inngått først med Viking, og så ble det overført til SPAC'en når det ble opprettet – så slik sett ble transaksjonen gjennomført på vegne av porteføljeselskapet Viking Venture Acq I AS.»

#### **Svar fra Oslo Børs i e-post 1. juni 2022:**

Forsøkte å ringe deg tidligere i dag. Har noen spm rundt siste e-posten fra deg: SPACen, hvilket selskap referer det til?

Når var det transaksjonen ble gjennomført på vegne av porteføljeselskapet Viking Venture Acq I AS?

Har Pareto noen oppdrag nå for Viking Venture, evt hvilke?

#### **Oppfølging i e-post 1. juni 2022:**

Se svar mottatt fra Pareto nedenfor:

“Viking Venture ACQ I AS

I juni 2021

Vi har et pågående oppdrag som går på å hente kapital for et nytt porteføljeselskap.»

#### **Svar fra Oslo Børs i e-post 1. juni 2022:**

Takk for informasjonen vedrørende Paretos rolle. Det nevnes i denne sammenheng at vi er i prosess med vår første runde av dokumentasjonen vi har mottatt fra tilbyder, men vi har ikke gjennomgått alt ennå av tilbudsdokument og transaksjonsavtale mv. I utgangspunktet ønsker vi en slik helhetlig gjennomgang, også for å vurdere forhold vedrørende selskapets uttalelse. Ut fra den informasjonen vi har sett på nå fra dere og

forsåvidt tilbyder, så er vår vurdering imidlertid at det er naturlig at det legges opp til en annen part enn selskapet og Pareto for avgivelse av selskapets uttalelse.

Formelt sett vil det gjøres et vedtak vedrørende tredjeparts uttalelse på vegne av selskapet samtidig som ved godkjenning av tilbudsdokumentet, evt senere enn det hvis det ikke er klart. Godkjenning ser ut til å ligge 1-2 uker frem i tid. Før vi kommer dit er det fint om vi ved anledning får kontaktdata på ansvarlig for uttalelsen slik at vi kan kontakte vedkommende for bekreftelse av uavhengighet mv.

#### **5.2.4 NTS ASA - Vedtak vedrørende konsolidering av aksjonærer, 25.03.2022**

*Oslo Børs' vedtak vedrørende NTS ASA i sak om konsolidering og tilbudsplikt, herunder vurdering av ervervssamarbeid og forhindringssamarbeid. Saksforholdet ble senere avgjort av Børsklagenemnden i sak 1/2022, se punkt 5.2.5. I Oslo Børs' vedtak ble også forholdet vedrørende anledning til å trekke tilbudet behandlet.*

##### **1. Innledning**

Oslo Børs mottok 3. februar 2022 et brev fra Arntzen de Besche Advokatfirma AS («**AdeB**») på vegne av NTS ASA («**NTS**»). I ettertid har det skjedd styreendringer i NTS, og NTS er ikke lenger representert ved AdeB. AdeB representerer nå Odd Reidar Øie («**Øie**») som er aksjonær i NTS, og brevet med dets anmodning er derfor fra AdeB på vegne av Øie.

Brevet inneholdt en anmodning om at Oslo Børs vedtar konsolidering av enkelte aksjonærer i NTS, herunder Haspro AS, Terboli Invest AS, Nils Williksen AS, Rodo Invest AS, Vikna Invest AS, Andvari AS, Bergpro AS, Dolmen Invest AS, E.R. Dolmen Invest AS, Leif-Oskar Olsvik, Linn-Karin Olsvik, Torbjørn Olsvik, H.G. Dolmen Invest AS og Emilsen Fisk AS («**Haspro m.fl.**»), slik at det utløses tilbudsplikt basert på erverv av aksjer i NTS, jf. verdipapirhandelloven § 6-1 (1) og (6), jf. § 6-5, jf. § 2-5. Det anmodes også om at Oslo Børs vurderer disse aksjonærers adgang til å trekke et fremsatt frivillig tilbud på aksjene i NTS.

Oslo Børs kontaktet Advokatfirmaet Thommessen AS («**Thommessen**») som juridisk rådgiver for Haspro m.fl. per telefon 4. februar 2022. Brevet og anmodning om tilbakemelding på anførselene ble oversendt til Thommessen 8. februar 2022.

Oslo Børs mottok 10. februar 2022 brev med vedlegg fra Thommessen på vegne av aksjonærene som anmodes konsolidert. Det ble i slikt brev fremsatt motanmodning om konsolidering av andre aksjonærer i NTS. Dette vil vurderes i separat behandling, og kommenteres ikke i dette brevet.

Deretter har det vært løpende korrespondanse med de respektive advokatfirmaene frem til og med 23. mars 2022. Det har i tillegg kommet supplerende opplysninger og anførsler fra Advokatfirmaet Schjødt AS på vegne av Mowi ASA («**Mowi**»), fra aksjonær Hans Martin Storø på vegne av seg selv og Guntvedt Holding AS, og fra Advokatfirmaet Grette AS på vegne av aksjonær Amble Investment AS.

##### **2. Faktiske forhold**

Basert på oversendt informasjon og dokumentasjon legger Oslo Børs til grunn følgende faktiske forhold:

16. desember 2021 ble det avholdt et møte hvor flere aksjonærer i NTS deltok. Vi har fått opplyst at formålet var å diskutere kommunikasjonsform, samarbeid, eierstyring og selskapsledelse med videre og eventuelle løsninger på den anstrengte situasjonen mellom største aksjonær i NTS og andre aksjonærer.

21. desember 2021 ble det inngått en mandatavtale mellom Carnegie AS («**Carnegie**»), Vite Invest AS (nå Terboli Invest AS), Nils Williksen AS, Haspro AS og Rodo Invest AS. Vi har fått opplyst at Carnegie ble kontaktet for å bistå med salg av en aksjepost i NTS, og at Carnegie så en mulighet til å samle uavhengige aksjonærer i NTS som til sammen eier mer enn 50 % av aksjene i NTS fordi det ville øke kjøperinteressen dersom man kunne tilby en majoritetsandel i NTS. Slikt mål fremkommer også av mandatavtalen. Carnegie og Thommessen kontaktet deretter flere aksjonærer i NTS med forespørsel om man var interessert i å selge aksjene sine. Mandatavtalen gjelder engasjering av Carnegie som felles rådgiver i forbindelse med salg av aksjer eller restrukturering av NTS. Avtalen definerer engasjementet som bistand med salg av aksjonærenes aksjer i NTS. Avtalen nevner at aksjonærene på tidspunktet for mandatavtalen ikke har intensjon om å splitte NTS, men at partene skal forhandle vilkår for Carnegies engasjement hvis slik splitt blir aktuelt som følge av andre parters handlinger eller ønske. Mandatavtalen inneholder i dens løpetid et forbud mot salg av aksjer på annen måte enn gjennom mandatet til Carnegie. Vi har fått opplyst at dette var fordi slike enkeltstående salg vil kunne påvirke attraktiviteten i posten som tilbys. Mandatavtalen utløper automatisk etter tre måneder, altså 21. mars 2022, med mindre den forlenges. Avtalen har blitt forlenget, se tidslinjen 1. februar 2022.

22.-23. desember 2021 ble tiltredelseserklæring til mandatavtalen signert av Amble Investment AS, Vikna Invest AS, Inger Aasebø Nilsen, Emilsen Fisk AS, Dolmen Invest AS, Bergpro AS, Linn Karin Olsvik, Torbjørn Olsvik, Leif-Oskar Olsvik, E.R. Dolmen Invest AS, Hans Martin Storø, Gundtvedt Holding AS og Andvari AS.

23. desember 2021 innledet Carnegie kontakt med Mowi ved konsernsjef Ivan Vindheim og informerte om at det kunne komme aksjer i NTS for salg.

23. desember 2021 oppsto første kontakt mellom Carnegie og SalMar ASA («**SalMar**»). Det var løpende kontakt i løpet av januar, men uten konkrete forhandlinger før 12. februar 2022. Vi har blitt informert om at det fra SalMars side hele veien var en forutsetning om ugjenkallelige forhåndsaksepter for å komme med bud.

23. desember 2021 ble det fremsatt krav om avholdelse av ekstraordinær generalforsamling i NTS for valg av styre. Av børsmeldingen fremgår det ikke hvem som har fremsatt kravet.

30. desember 2021 ble det annonsert innkalling til ekstraordinær generalforsamling i NTS for avholdelse 21. januar 2022 for valg av styre. Krav om styrevalg var fremsatt av Nils Williksen AS, Terboli Invest AS og Rodo Invest AS.

7. januar 2022 ble Mowi gjort til insider, og mottok informasjon om at aksjene som skulle selges ville utgjøre en majoritetsandel i NTS. Ny gjennomgang mellom Carnegie og Mowi ble gjennomført 11. januar 2022. Mowi engasjerte deretter Sparebank1 Markets («**SB1M**») som finansiell rådgiver.

12. januar 2022 ble det inngått en medsalgspliktavtale mellom Vite Invest AS (nå Terboli Invest AS), Nils Williksen AS, Haspro AS, Rodo Invest AS, Vikna Invest AS, Andavari AS, Bergpro AS, Dolmen Invest AS, E.R. Dolmen Invest AS, Gundtvedt Holding AS, Hans Martin Storø, Leif-Oskar Olsvik, Linn-Karin Olsvik, Torbjørn Olsvik, H.G. Dolmen Invest AS og Emilsen Fisk AS. Avtalen har bestemmelser om salgsbegrensning, medsalgsplikt, informasjon og at partene ikke skal inngå andre avtaler om de forhold som er regulert av avtalen. Avtalen kan sies opp med fire ukers skriftlig varsel som tidligst kan gis 21. mars 2022.

16. januar 2022 ble det inngått en avtale mellom de samme partene som i medsalgspliktavtalen av 12. januar 2022. Formålet med avtalen er angitt å være at den

skal regulere forhold vedrørende partenes rettigheter og forpliktelser i forbindelse med at partene er enige om å fremsette et frivillig tilbud på aksjene i NTS («**Tilbudet**»). Avtalen oppstiller vilkårene for slikt Tilbud. Avtalen har videre bestemmelser om etablering av et felles selskap som skal være tilbyder i Tilbudet («**Tilbyder**»), om partenes representanter i forbindelse med Tilbudet, inneståelser, kostnader og utlegg, medvirkning og stand-still. Avtalen kan termineres når som helst før Tilbudet fremsettes enten ved partenes gjensidige samtykke, eller av hver av partene dersom fremsettelse av Tilbudet ikke har funnet sted innen 15. februar 2022.

17. januar 2022 ble det i børsmelding på NTS' ticker varslet av de nevnte avtalepartene har en intensjon om å fremme Tilbudet gjennom Tilbyder på samtlige aksjer i NTS til NOK 105 per aksje. Rasjonalet for Tilbudet er angitt å være som følger: «*Rasjonalet for Tilbudet er å søke å beskytte og videreutvikle aksjeverdier i NTS ved å videreføre sondering av alternativer for Selskapets aksjonærer, herunder å selge aksjene. Aksjonærene ønsker videre å forbedre eierstyringen og selskapsledelsen i Selskapet.*»

Hans Martin Storø og Guntvedt Holding AS skal kort tid etter publiseringen av børsmeldingen ha trukket seg fra avtalene.

21. januar 2022 ble det avholdt ekstraordinær generalforsamling i NTS for valg av nytt styre. Styresammensetningen foreslått av Nils Williksen AS, Terboli Invest AS og Rodo Invest AS ble ikke valgt.

22. januar 2022 ble det i børsmelding på NTS' ticker varslet at NTS har mottatt krav om avholdelse av ekstraordinær generalforsamling for valg av styre. Det fremgår ikke av børsmeldingen hvem som fremsatte kravet.

23. januar 2022 ble det ført diskusjoner mellom Carnegie og SB1M (som Mowis finansielle rådgiver). Vi har fått opplyst at Mowi ønsket forhåndsaksept fra selgerne som skulle gi Mowi rett til å matche eventuelle høyere, konkurrerende bud. Dette ble avvist fordi man anså at å gi forhåndsaksept til Mowi ville kunne redusere andres interesse i å komme med et tilbud på aksjene i NTS, og budet på NOK 110 per aksje syntes for lavt til å etterkomme ønsket fra Mowi. De finansielle rådgiverne hadde kontinuerlig dialog frem til 13. februar 2022 for å få Mowi til å løfte prisen i «bytte» mot forhåndsaksept.

24. januar 2022 ble det i børsmelding på NTS' ticker varslet at Mowi hadde til hensikt å lansere frivillig tilbud på alle aksjene i NTS på NOK 110 per aksje, hvorav 50 % skulle gjøres opp i form av kontantvederlag og 50 % i Mowi-aksjer.

27. januar 2022 kl. 18:51 mottok Carnegie kjøpsordre fra Haspro AS for kjøp av aksjer i NTS fra henholdsvis Verdipapirfondet Alfred Berg Aktiv og Verdipapirfondet Alfred Berg Norge. Handelen ble deretter avtalt kl. 19:19. Det var løpende dialog mellom Carnegie og de nevnte fondene gjennom hele prosessen, men fondene ønsket ikke å slutte seg til noen av avtalene. Det var fondene som foreslo salg for å kunne bidra til å øke sannsynligheten for et bud på NTS. Carnegie foreslo 1 230 000 aksjer for fondene, fikk aksept for dette, og tilbød deretter disse til Haspro AS. Aksjekursen for NTS-aksjen var den 27. januar NOK 119. Avtalt pris mellom partene var NOK 125 per aksje.

28. januar 2022 ble Haspro AS' erverv gjennomført.

28. januar 2022 ble det i børsmelding annonsert innkalling til ekstraordinær generalforsamling i NTS 18. februar 2022 for valg av styre. Krav om styrevalg var fremsatt av Nils Williksen AS, Terboli Invest AS og Rodo Invest AS.

31. januar 2022 ble det i børsmelding på NTS' ticker annonsert at Tilbudet ikke vil bli fremmet. Bakgrunnen opplyses å være betingelsen om at det ikke skal ha vært annonsert et konkurrerende tilbud med høyere tilbudspris enn NOK 105 per aksje. Slik betingelse ble ikke lenger ansett å være oppfylt etter at Mowi annonserte sitt tilbud 24. januar 2022.

1. februar 2022 ble det inngått en tilleggsavtale (addendum) til mandatavtalen med Carnegie. Tilleggsavtalen forlenger varigheten til mandatavtalen og salgsbegrensningen til 1. mai 2022. Tilleggsavtalen er signert av Terboli Invest AS, Nils Williksen AS, Haspro AS, Rodo Invest AS, Vikna Invest AS, Andvari AS, Bergpro AS, Dolmen Invest AS, E.R. Dolmen Invest AS, Emilsen Fisk AS, H.G. Dolmen Invest AS, Leif-Oskar Olsvik, Linn-Karin Olsvik og Torbjørn Olsvik. Sammenlignet med mandatavtalen var dermed tilleggsavtalen ikke signert av Hans Martin Storø, Guntvedt Holding AS, Amble Investment AS eller Inger Aasebø Nilsen.

1. februar 2022 ble medsalgspliktavtalen av 12. januar 2022 erstattet med en ny avtale. Avtalen er lik som avtalen av 12. januar 2022, men den utvider medsalgsplikten til tilfeller hvor 2/3 av partene ønsker forhåndsakseptere bud (fremfor kun aksept av bud). Videre har avtalen en ny klausul om fordeling av kostnader og utgifter, herunder honorar til Thommessen. Avtalen kan tidligst sies opp 30. april 2022 og med fire ukers varsel. Avtalen er inngått mellom Terboli Invest AS, Nils Williksen AS, Haspro AS, Rodo Invest AS, Vikna Invest AS, Andavari AS, Bergpro AS, Dolmen Invest AS, E.R. Dolmen Invest AS, Leif-Oskar Olsvik, Linn-Karin Olsvik, Torbjørn Olsvik, H.G. Dolmen Invest AS og Emilsen Fisk AS.

12.-13. februar 2022 ble det ført parallelle forhandlinger mellom representanter for Haspro m.fl. bistått av Carnegie og Thommessen med henholdsvis SalMar bistått av Arctic Securities og BAHN, og med Mowi bistått av SB1M og Schjødt.

12. februar 2022 skal ha vært første konkrete forhandling mellom Haspro m.fl. og SalMar. Forhandlingene denne dagen skal ikke ha lyktes da SalMar ikke ønsket å akseptere NOK 125 per aksje. På kvelden foreslo Haspro m.fl. NOK 120 per aksje mot ugjenkallelige forhåndsaksepter.

13. februar 2022 kl. 14:56 informerte Carnegie SB1M om at Haspro m.fl. hadde valgt å gå for Mowis tilbud på NOK 116 per aksje og at man skulle starte innhenting av signaturer på gjenkallelige forhåndsaksepter og støtteerklæringer. Samme dag kl. 15:03 ble SB1M så informert om at det var mottatt et høyere bud fra SalMar, og at Haspro m.fl. trengte tid for å vurdere dette. Det skal ha blitt sendt flere tekstmeldinger mellom Carnegie og SB1M om prosessen. Blant annet ble det opplyst om at Haspro m.fl. ville ha et møte samme kveld kl. 21:00. SB1M skal ha gitt til uttrykk for at Mowi kan være villig til å øke sitt bud. Carnegie oppdaterte SB1M etter møtet om at man ikke hadde konkludert. Kl. 23:04 opplyste Carnegie i SMS at «*Det vurderes om man skal akseptere det andre budet i kveld/natt eller gå for Mowis pre-aksept. (...) Det forhandles med den andre parten og man er ikke enig med de p.t. Det kan tenkes at man blir det, da sender de melding i natt/morgen*».

14. februar 2022 kl. 06:35 skal Carnegie ha sendt følgende tekstmelding til SB1M: «*vi fikk ikke tatt en beslutning i går og til slutt måtte vi bare be folk om å ta noen timer på øyet. Vi starter på'n igjen snart med friskt mot. Dette er ikke avgjort. Jeg kontakter deg når jeg har noe å melde. Budskapet da er nok enten (i) vi går med dere på pris x (der x > 116) eller; (ii) vi har bestemt oss for å gå i en annen retning. Ringer straks jeg vet noe.*»

Vi har fått opplyst at Haspro m.fl. per morgenen 14. februar 2022 vurderte to alternativer for endelig beslutning: (i) et bud fra Mowi på NOK 116 per aksje, 50/50 kontant/aksjevederlag, men med krav om at det ikke kunne gis ugjenkallelige

forhåndsaksept til noen andre, og forbehold om styregodkjenning og (ii) et bud fra SalMar på NOK 120 per aksje, 20/80 kontant/aksjevederlag, krav om ugjenkallelige forhåndsaksepter, og forbehold om konkurransegodkjenning med gjennomføringsplikt dersom godkjenning ikke er gitt innen 31. oktober 2022. Utdrag av mottatt beskrivelse fra Thommessen på vegne av Haspro m.fl. om forhandlingene følger: «Det var noen forskjeller i budene, slik som for eksempel andelen aksjer i oppgjøret og konkurransegodkjenningsprosessen. Det var en reell og til dels krevende diskusjon med de forskjellige selgende aksjonærene om hvilket alternativ som var det beste, men de valgte til slutt SalMars bud ut ifra en helhetsvurdering. Konsensus rundt dette valget ble til slutt overraskende tydelig, selv om det gjennom helgen syntes helt åpent hvor dette ville lande og så ut til å gå i Mowis retning frem til tidlig ettermiddag søndag, da SalMar kom tilbake med en bedre pris og ellers justerte noen av betingelsene sine. Etter at beslutningen om å gå for SalMars forslag var tatt, tidlig 14. februar, forsøkte Mowi å gjenåpne diskusjonene ved å indikere noe vilje til å heve ytterligere, men det ble aldri fremsatt noe konkret og dette kom uansett opp for sent.» Oslo Børs legger til grunn at både Mowi og SalMar opprinnelig ble presentert med NOK 130 som første forslag fra Haspro m.fl.

14. februar 2022 ble det i børs melding på NTS' ticker annonsert at SalMar skal fremsette et frivillig tilbud om å kjøpe alle utestående aksjer i NTS til NOK 120 per aksje hvorav 20 % vil være kontantvederlag og 80 % vil gjøres opp i form av aksjer i SalMar. Av børs meldingen fremgår det at SalMar har mottatt forhåndsaksepter fra aksjonærer som eier ca. 23,6 % av utestående aksjer i NTS, og støtteerklæringer fra aksjonærer som eier ca. 26,5 % av utestående aksjer i NTS. Aksjonærene som hadde gitt ugjenkallelige forhåndsaksepter er Haspro AS, Vikna Invest AS, Andvari AS, Bergpro AS, Dolmen Invest AS, E.R. Dolmen Invest AS, Leif-Oskar Olsvik, Linn-Karin Olsvik, Torbjørn Olsvik, H.G. Dolmen Invest AS og Emilsen Fisk AS. Støtteerklæringer var mottatt av Nils Williksen AS, TerBoLi Invest AS og Rodo Invest AS. Forhåndsakseptene og støtteerklæringerne ble gitt 14. februar 2022.

14. februar 2022 ble det i børs melding på Mowis ticker annonsert at Mowis varslede intensjon om å fremme et frivillig tilbud på aksjene i NTS ikke vil bli gjennomført da betingelsene ikke lenger var oppfylt.

16. februar 2022 ble det i børs melding på NTS' ticker annonsert at SalMar har mottatt ytterligere forhåndsaksepter til erstatning for støtteerklæringer, og at SalMar totalt har mottatt forhåndsaksepter fra aksjonærer som samlet eier ca. 50,1 % av aksjene i NTS.

18. februar 2022 ble det avholdt ekstraordinær generalforsamling i NTS. Styresammensetningen foreslått av valgkomiteen ble valgt. Slik styresammensetning består av nærstående til Nils Williksen AS, Terboli Invest AS, Rodo Invest AS og Haspro AS.

Det har i ettertid blitt fremsatt nytt krav om styrevalg, blitt avholdt styrevalg hvor forslaget ikke ble vedtatt, og deretter fremsatt ytterligere krav om styrevalg. Slike krav har blitt fremsatt av Amble Investment SA, Kavi AS, Vidar Øie Nilsen og Kari Øie Nilsen.

17. mars 2022 fremsatte SalMar sitt tilbud på aksjene i NTS etter at Oslo Børs godkjente tilbuds dokumentet.

### **3. Anførsler**

#### **3.1. Anførsler fra Øie**

Øie anfører at Haspro AS inngår i en konsolidert gruppe, jf. vphl. § 6-5, som samlet eier aksjer som representerer mer enn 1/3 av aksjene i Selskapet, slik at ervervet har utløst tilbudsplikt, jf. vphl. § 6-1. Den konsoliderte gruppen, definert som Haspro m.fl., anføres som nevnt å være Haspro AS, Terboli Invest AS, Nils Williksen AS, Rodo Invest AS, Vikna Invest AS, Andvari AS, Bergpro AS, Dolmen Invest AS, E.R. Dolmen Invest AS, Leif-

Oskar Olsvik, Linn-Karin Olsvik, Torbjørn Olsvik, H.G. Dolmen Invest AS og Emilsen Fisk AS.

Anførselen om konsolidering begrunnes med at det må antas å foreligge et forpliktende samarbeid mellom Haspro m.fl. om utøvelse av sine aksjonærrettigheter i NTS og / eller å vanskeliggjøre eller hindre et tilbud på NTS, jf. vphl. § 2-5.

Anførselen begrunnes i det vesentligste med følgende:

- (i) At Haspro m.fl. har inngått en felles avtale vedrørende deres aksjer i NTS, og i fellesskap engasjert finansielle og juridiske rådgivere for å håndtere disse.
- (ii) At Haspro m.fl. i børsmelding 17. januar 2022 varslet intensjon om å fremme Tilbudet, at Haspro m.fl. har etablert et selskap som skulle være tilbyder i Tilbudet, og at Tilbudet ikke hadde noe finansieringsforbehold, og at det derfor er helt usannsynlig at det ikke foreligger bindende forpliktelser mellom Haspro m.fl. om etableringen og forvaltningen av Tilbyder samt gjennomføringen av Tilbudet, herunder finansiering av de resterende aksjene i NTS.
- (iii) Gitt de to fremlagte avtalene er det åpenbart at det foreligger et avtalebasert koordinert opptreden og ikke aksjonærer som handler likt fordi de har sammenfallende interesser. Avtalen av 16. januar 2022 omhandler fremsettelse og finansiering av et frivillig tilbud på NTS, og er åpenbart en avtale om å oppnå kontroll i NTS. I avtalen er det inntatt både garanti fra partene for at de ikke har handlet aksjer i NTS i en periode på 6 måneder forut for inngåelse av avtalen, og at de ikke vil handle aksjer i avtaleperioden. Bestemmelsene er åpenbart utformet ut fra bestemmelsene om tilbudsplikt, og viser at partene har innsett at inngåelse av avtalen medfører konsolidering.
- (iv) Å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument er for øvrig ikke begrenset til utøvelse av stemmerett, jf. Eastern Drilling hvor det uttrykkelig ble tilbakevist, og konsolidering forutsetter ikke inngåelse av en aksjonæravtale. Det foreligger i tillegg avtale om bruk av stemmerett da aksjene som skulle bli kjøpt gjennom Tilbudet skulle legges i Tilbyder, og dermed foreligger det en lovbasert aksjonæravtale (aksjeloven) for de NTS-aksjer som legges i Tilbyder.
- (v) At Haspro m.fl. ga identisk fullmakt til advokat Mons Alfred Paulsen til å representere deres aksjer (som da utgjorde samlet 49,15 % av alle aksjene i NTS) i ekstraordinær generalforsamling i NTS 21. januar 2022 for valg av nytt styre, hvoretter fullmektigen skulle stemme til fordel for et forslag til styresammensetning fremsatt av Terboli Invest AS, Nils Williksen AS og Rodo Invest AS. Det har vært koordinert opptreden for å få flertall i styret.
- (vi) Kjøpesummen var som Haspro AS betalte ved sitt erverv var NOK 125 pr aksje, og kjøpesummen var betydelig over børskurs både den 27. og 28. januar, og langt over kursen både i Tilbudet varslet den 17. januar 2022. Det fremstår som om det ble betalt en kontrollpremie ved Haspro AS sitt erverv.
- (vii) Haspro m.fl. har og motarbeidet konkurrerende bud til SalMar. Mowi indikerte et bedre bud enn SalMar i helgen 12-13 februar, og de er villig til å forbedre dette budet. Gruppen har imidlertid valgt å forfølge en uvanlig prosess ved på egenhånd føre eksklusive forhandlinger med SalMar, uten å involvere NTS eller forsøke å få best mulig bud på NTS herunder fra Mowi. Gruppen har foreslått at styret i NTS skal endres på generalforsamlingen slik at de får kontroll på styret slik at de er sikre på at NTS ikke fasiliterer bud på bedre



vilkår som vil være i aksjonærfelleskapets beste interesse. Det forpliktende samarbeidet omhandler derfor også bruk av rettigheter for å vanskeliggjøre et konkurrerende bud.

- (viii) Til anførselen fra Haspro m.fl. om at det tidligere styret planla en emisjon for å blokkere et salg; Det ble [av det tidligere styret i NTS] arbeidet med et forslag til kapitalforhøyelse i NTS. Dette var begrunnet i NTS' kapitalbehov. Arbeidet ble avsluttet etter at SalMar varslet sitt tilbud den 14. februar 2022. Ved arbeidet med den potensielle kapitalforhøyelsen var det et sentralt prinsipp at den ikke skulle forhindre et tilbud, og det ble derfor innledet dialog med Mowi hvor Mowi bekreftet at en kapitalforhøyelse hverken ville styrke eller svekke deres interesse i å fremsette tilbudet. Selskapet eller dets rådgivere har ikke hatt kontakt med potensielle investorer i en slik kapitalforhøyelse.

Anførselen om at Tilbudet ikke kan trekkes begrunnes i det vesentligste med følgende:

- (i) Børsmeldingen om Tilbudet var betinget av kun to vilkår, og slike vilkår er ikke oppfylt.
- (ii) Det er ikke annonsert et konkurrerende tilbud, kun en uforpliktende hensikt om å fremme et tilbud. Det stilles spørsmål ved om tilbudet til Mowi medfører en høyere tilbudspris gitt at 50 % av vederlaget skal gjøres opp med vederlagsaksjene basert på Mowis volumvektet gjennomsnittskurs siste 20 handledager før deres tilbud lanseres. [Oslo Børs: Denne anførselen var knyttet til Mowis tilbud som nå er trukket]
- (iii) Det varslede frivillige tilbudet fra SalMar er betinget av flere gjennomføringsbetingelser, blant annet klarering (uten vilkår) fra alle relevante konkurransemyndigheter (med unntak av Island), ordinær drift i NTS-konsernet, due diligence av NTS-konsernet og at det ikke skal foreligge noe vesentlig negativ endring. Det er således betydelig usikkerhet om tilbudet vil bli gjennomført, og det må antas at det vil ta betydelig tid å særlig avklare konkurransebetingelsen.

### **3.2. Anførsler fra Haspro m.fl.**

Anførselen om at det ikke foreligger et forpliktende samarbeid begrunnes i det vesentligste med følgende:

- (i) Å gi salgsmandat til en investeringsbank er ikke et forpliktende samarbeid når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument. Enkelte av partene i mandatavtalen herunder Amble Investment AS og Guntvedt Holding AS stemte på den ekstraordinære generalforsamlingen 21. januar 2022 mot forslaget til nytt styre, hvilket illustrerer at Haspro m.fl. ikke var forpliktet eller forventet å stemme likt.
- (ii) Bakgrunnen for at man har engasjert felles rådgivere er fordi Haspro m.fl. har ansett det formålstjenlig å engasjere de samme rådgiverne i tilknytning til salget av aksjer i NTS.
- (iii) Avtalene gjelder bare en samordnet «exit» og et samordnet kjøp av aksjer. Hverken salg av aksjer eller kjøp av aksjer vil innebære «å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument», i et hvert tilfelle ikke under de omstendigheter som de foreliggende. Det vises i den forbindelse til at Oslo Børs rutinemessig har tatt det standpunkt at slike avtalebestemmelser ikke skal kunne føre til konsolidering.

- (iv) Storø og Guntvedt Holding AS har ved en e-post av 24. januar 2022 erklært seg ubundet av de avtaler som er inngått med hensyn til henholdsvis samordnet salg av aksjer i NTS og et frivillig tilbud på aksjer i NTS. Selv om Storø og Guntvedt Holding AS utvilsomt var rettslig forpliktet i henhold til de avtaler som var inngått, har de øvrige avtalepartene akseptert at Storø og Guntvedt Holding AS har erklært seg ubundet.
- (v) At forskjellige aksjonærer har likt syn på en bestemt sak og stemmer i samsvar med dette synet kan ikke generelt anføres som grunnlag for konsolidering. Dersom det skulle være aktuelt at dette skulle utgjøre et forpliktende samarbeid, ville det skapt en helt umulig situasjon i aksjemarkedet. Det samme gjelder om man eventuelt gir en fullmakt til noen til å møte på generalforsamling og stemme i henhold til en stemmeinstruks, slik tilfellet var i vår sak. Bruk av fullmektig ble også eksplisitt og tydelig oppfordret til av NTS i innkallingen til den ekstraordinære generalforsamlingen.
- (vi) Det har vært, og er, en bekymring knyttet til at selskapets [tidligere] styre skal forsøke å torpedere en transaksjon og vanskeliggjøre eller hindre et tilbud på aksjer i selskapet ved at styret foretar seg noe som ikke er i aksjonærfellesskapets interesse. Ønsket om skifte av styret i selskapet er foranlediget av en bekymring for at det sittende styret løper den største aksjonær i NTS, Gåsø Næringsutvikling AS', ærend.
- (vii) Haspro m.fl. har på ingen måte noe ønske om å ta kontroll over NTS. Tvert om ønsker Haspro m.fl. å selge sine aksjer i NTS og ønsker alle tilbud på aksjer i NTS velkommen.
- (viii) Haspro m.fl. noterte seg at aksjekursen i NTS var lavere enn det de mente at potensielle kjøpere ville være villige til å betale for aksjene i NTS. Ved å fremsette et frivillig tilbud, ville man kunne samle en større samlet aksjeholdning for salg og dermed gjøre det mer attraktivt for potensielle kjøpere. Det ble i meldingen som offentliggjorde budet nevnt at man ville videreføre salgsbestrebelsene.
- (ix) Sett i lys av at Haspro m.fl. ønsker å selge aksjer, gir det ingen mening å skulle vanskeliggjøre eller forhindre et tilbud.
- (x) Subsidiært, forutsatt at det hadde foreligget et forpliktende samarbeid, ville dette kun ha dreiet seg om et enkeltstående tilfelle; å endre styrets sammensetning for å sørge for at et tilbud ikke hindres eller vanskeliggjøres. Formålet er ikke, og har aldri vært å ta kontroll over NTS. Avtalen av 12. januar 2022 hadde kort varighet og kunne sies opp 21. mars 2022. Dersom målet hadde vært å utøve kontroll over Selskapet, hadde en slik avtalebestemmelse vært lite hensiktsmessig.

Anførselen om at Tilbudet kunne trekkes begrunnes i det vesentligste med følgende:

- (i) Det fremkommer eksplisitt av børsmelding at Tilbudet var betinget av at det ikke ble annonsert et konkurrerende tilbud med høyere tilbudspris enn den som fulgte av Tilbudet. Da Mowi den 24. januar 2022 annonserte at det vil bli fremsatt et frivillig tilbud med en tilbudspris på NOK 110 pr aksje i NTS, var ett av gjennomføringsvilkårene for Tilbudet ikke lenger til stede og det var ingen mulighet for at Tilbudet ville bli gjennomført med mindre denne betingelsen ble frafalt.

- (ii) Det er utenkelig at Mowi skulle pådra seg kostnader til finansielle og juridiske rådgivere, annonsere et frivillig tilbud og uttale seg til media om tilbudet hvis det ikke er reelt. Når det gjelder ordlyden i børsmeldingen fra Mowi – at man har til hensikt å fremsette et frivillig tilbud – er det den vanlige måten å annonsere at man skal fremsette et tilbud. Det argumenteres også i brevet med at Mowis bud ikke er et konkurrerende tilbud med høyere tilbudspris enn i Tilbudet. Dette er beviselig feil.
- (iii) Det er åpenbart at en tilbyder ikke vil være forpliktet til å fremsette et tilbud hvor betingelsene ikke kan oppfylles. Det kan i denne forbindelse for eksempel vises til at SalMar den 20. august 2021 annonserte at SalMar hadde til hensikt å fremsette et frivillig tilbud på alle utestående aksjer i Norway Royal Salmon ASA. Den 26. august 2021 meldte SalMar at tilbudet ikke ville bli fremmet fordi det ikke ville være mulig å oppfylle betingelsen om minste akseptgrad.

### **3.3. Anførsler fra Mowi**

Mowi har i sine brev kommet med supplerende informasjon og kommentarer av relevans for vurderingen om konsolidering, og i det vesentligste anført følgende:

- (i) Mowi forstår det slik at Haspro betalte en kontrollpremie, 125 kr per aksje, uten at denne er kommet de øvrige aksjonærer i NTS til gode. Det fremstår som underlig at Haspro uten videre skulle være villig til å betale en høyere pris enn den prisen som Haspro m.fl. har avgitt ugjenkallelige forhåndsaksepter for, det vil si SalMars bud på 120 kr per aksje, og dermed påføre seg selv et tap ved å kjøpe disse aksjene. Denne aksjeposten ble kjøpt betydelig over børskurs. Hensikten med tilbudspliktsreglene om å sikre likebehandling synes å være forhindret ved den måten Haspro m.fl. har handlet på.
- (ii) Haspro m.fl. sine handlinger ved å kjøpe seg over 50 % til en høyere pris per aksje enn øvrige eiere har fått, samtidig som Haspro m.fl. har avgitt ugjenkallelige forhåndsaksepter, har hatt som konsekvens at de øvrige aksjonærer har gått glipp av verdier. Det har effektivt forhindret andre og bedre tilbud til skade for de øvrige aksjonærene i NTS.
- (iii) Mowi var ukjent med at det skulle pågå parallelle sluttforhandlinger helgen 12.-13. februar 2022. SB1M fikk, snarere tvert imot, bekreftet fra Haspro m.fl. ved Nils Martin Williksen at det ikke fantes en annen budgiver, men at Haspro m.fl. forhandlet med Mowi alene. Da det var på det rene at det var kommet et annet bud søndag 13. februar, understreker SB1M overfor Carnegie viktigheten av å tilrettelegge for en reell budkonkurranse. SB1M kommuniserer også at SB1M forventer at Mowi kan tilby en budpris på 120 kr eller høyere. Det var også gitt uttrykk for at styremøte i Mowi kunne sammenkalles på kort varsel og at SB1M hele tiden ville være tilgjengelig for å diskutere et revidert bud. Det er i denne sammenheng grunn til å bemerke at Salmars bud sammenlignet med Mowis bud var lavere enn NOK 120 per aksje og at Mowis bud har en betydelig større andel kontantoppgjør. Mowis bud har heller ingen regulatorisk risiko ved seg og sikrer dermed eierne et mye raskere oppgjør.
- (iv) Mowi fikk ingen mulighet til å matche eller overgå SalMars bud før man fikk beskjed om at ugjenkallelige forhåndsaksepter var inngått.

### **3.4. Merknader fra Haspro m.fl. til anførselene fra Mowi**

Haspro m.fl. har i det vesentligste fremsatt følgende som tilbakemelding til anførselene fra Mowi:

- (i) For at SalMar skulle fremsette et tilbud, var det en forutsetning om forhåndsaksept og støtteerklæringer for aksjer som representerer over 50 % av aksjene i NTS. Uten disse forhåndsakseptene og støtteerklæringene ville ikke SalMar vært interessert i å komme med et tilbud.
- (ii) Haspro AS kunne den 28. januar 2022 umulig vite hva SalMar eller andre ville være villige til å tilby 14. februar 2022. Da kjøpet ble gjort, var det en forventning om at tilbudsprisen ville bli over NOK 125 og at Haspro AS dermed ville tjene på handelen. På den annen side ville tapet vært enda høyere om Mowis beste tilbud pr. 14. februar 2022 hadde blitt akseptert.
- (iii) Carnegie prøvde allerede den 23. januar 2022 å få løftet Mowis pris til NOK 115 per aksje i «bytte» mot forhåndsaksept uten at det lot seg gjøre. Når Mowi da hadde beveget seg til NOK 116 pr. aksje (med styreforbehold) nær tre uker senere, etter å ha forhandlet ned fra et forslag på NOK 118 per aksje, var det derfor lite som tilsa at de ville bevege seg over dette nivået uten at det eventuelt først skulle spille seg ut i en budkamp markedet i etterkant.
- (iv) Gjennom hele prosessen fryktet Haspro m.fl. at NTS skulle gjennomføre en rettet emisjon som ville vannet ut aksjonærene i NTS. Mowi var også klar over dette og hadde blant annet mottatt henvendelser fra NTSs rådgivere med anmodning om å trekke det annonserte tilbudet, slik at en rettet emisjon kunne gjennomføres.
- (v) Uten at det nødvendigvis var avgjørende, så argumenterte noen av aksjonærene i Haspro m.fl. for at den høyere aksjeandelen i budet fra SalMar sannsynligvis ville medføre at dette budet hadde en tilleggsverdi, da de ville få ta del i synergiene som transaksjonen forventet å ville utløse.
- (vi) Det hevdes at SB1M opplyste om at Mowi kunne "matche tilbudet til Salmar (på vesentlig bedre vilkår for eierne av NTS)". En selger vil forholde seg til de tilbud som ligger på bordet og som kan aksepteres – ikke tilbud som kunne vært fremsatt.
- (vii) Vi skjønner ikke hva som menes med at "Salmars bud sammenlignet med Mowis bud var lavere enn 120 kr" og det er heller ikke gjort forsøk på å begrunne dette. Det samme gjelder "Mowis bud har heller ingen regulatorisk risiko ved seg og sikrer dermed et mye raskere oppgjør". Det er i tilbudet fra SalMar ingen regulatorisk risiko. Det er et forbehold om konkurransegodkjenning, men SalMar er forpliktet til å løfte dette forbeholdet dersom konkurransegodkjenning ikke foreligger pr. 31. oktober 2022. Dersom oppgjør ikke finner sted innen 15. juni 2022, skal det beregnes, og betales, en rentekompensasjon på kontantdelen av tilbudet.
- (viii) Mowis bud på NOK 116 var i ferd med å bli valgt rundt klokken 15.00 søndag fordi det da syntes som om SalMar ikke ville komme med et høyere bud. Dette illustrerer med tydelighet at de selgende aksjonærene ikke hadde noen avtale eller samarbeid med SalMar. Da det så kom et bedre bud på NOK 120 pr aksje fra SalMar, var det riktig av selgerne å rette fokus mot dette.
- (ix) Slik vi forstår Mowis juridiske rådgivers argumentasjon om påstått forhindring av et bedre bud, skal dette funderes på at Carnegie ikke proaktivt gikk til Mowi med et konkret motbud, til tross for at Mowi (i) visste de var overbydd og (ii) hadde avvist NOK 118 ikke så lenge før; og (iii) var klar over at et høyaktuelt alternativ var at man nå gikk videre med den andre parten.

### **3.5. Anførsler fra aksjonær Amble Investment AS**

Oslo Børs mottok 22. mars 2022 brev fra Advokatfirmaet Grette AS på vegne av Amble Investment AS hvor supplerende anførsler ble fremsatt. Anførlene er i det vesentligste som følger:

- (i) Det vises til ESMA's "Public Statement – Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive" («**ESMA-veiledningen**») punkt 5 om at samarbeid mellom aksjonærer i forbindelse med valg av styremedlemmer er særlig sensitivt i forbindelse med oppkjøpssituasjoner. Det vises til veiledningens punkt 3.3 om at ved aktiviteter som normalt ikke skal lede til konsolidering, kan resultatet av handlingene deres tilsi et bredere samarbeid eller forståelse for å erverve eller utøve kontroll over selskapet.
- (ii) Det vises også til ESMA-veiledningen punkt 5.3 om at aktiviteter som er særlig sensitivt i forbindelse med oppkjøpssituasjoner og som tilbudsmyndigheten bør vurdere er hvorvidt aksjonærer har samarbeidet i å velge et styre ved flere anledninger, om aksjonærene samlet foreslår styremedlemmer og om styrevalget vil medføre en endring i kontrollen i styret.

### **3.6. Anførsler fra aksjonærer Hans Martin Storø og Guntvedt Holding AS**

Aksjonær Hans Martin Storø har også fremsatt anførsler på vegne av seg selv og Guntvedt Holding AS. Anførlene er i det vesentlige sammenfallende med de øvrige anførlene for konsolidering. De supplerende anførlene er i det vesentligste som følger:

- (i) Årsaken til at Hans Martin Storø og Guntvedt Holding AS ikke fant det forsvarlig å videreføre samarbeidet med Haspro m.fl. var at vi ikke ønsket å selge oss ut av NTS-konsernet. Valget falt på å støtte de som man deler syn med, herunder med hensyn til selskapets strategiske utvikling, og at vi ønsket å ha et konsernstyre hvor hele eierskapet var representert.
- (ii) Haspro m.fl. innstilte med sitt flertall i valgkomiteen (leder Ivar Williksen og medlem Solvår Hardesty) leders bror Nils Williksen som styreleder og Solvår Hardesty som styremedlem.
- (iii) Det er grunn til å tro at det foreligger underliggende avtaler med SalMar om tilbakekjøp av datterselskap Salmonor bak ryggen til de andre aksjonærene når Haspro m.fl. prøver slike metoder for å presse frem salg av selskapet til et lavere bud enn det som kan oppnås i markedet.
- (iv) Det er mistanke om at Haspro m.fl. hadde planlagt å selge aksjeposten som NTS har i Norway Royal Salmon ASA på 68 % i et planlagt styremøte etter generalforsamling i NTS 21. januar 2022. Det vises til rykter i meglerkretser, kursutslag og at Carnegie var i møter med Haspro m.fl. før generalforsamlingen.

### **3.7. Merknader fra Haspro m.fl. til anførlene fra Hans Martin Storø og Guntvedt Holding AS**

Haspro m.fl. har i det vesentlige gitt følgende merknader til anførlene fra Hans Martin Storø og Guntvedt Holding AS:

- (i) Det finnes ingen avtaler mellom Haspro m.fl. og SalMar utover de avgitte forhåndsakseptene, og heller ikke noen avtale om vedrører kjøp av noen av NTS' eiendeler. Det har heller ikke vært noen planer om salg av aksjene i Norway Royal Salmon ASA. Bakgrunnen for at Carnegie var tilstede før generalforsamlingen 21. januar 2022 var å støtte Haspro m.fl. og å gi innspill.

I tillegg har Haspro m.fl. i annen forbindelse nevnt at mandatavtalens formuleringer om eventuell bistand fra Carnegie knyttet til alternativ løsning med en deling av NTS var ment dersom dette skulle bli aktuelt som en konsekvens av tredjeparters ønsker eller initiativ. Carnegies mandat var, og er, imidlertid begrenset til å selge aksjene og honorarbestemmelsene reflekterer dette.

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

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.»

Vphl. § 6-5 om konsolidering lyder: «(1) I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5. Tilbudsplikt inntreer uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående som nevnt i § 2-5. Ved vurderingen av om det inntreer gjentatt tilbudsplikt regnes tilbud som tidligere er fremsatt av nærstående som nevnt i § 2-5, like med en erververs tidligere fremsatte tilbud. (2) Tilbudsmyndigheten avgjør om det skal foretas identifikasjon etter første ledd. Tilbudsmyndighetens vedtak skal meddeles deltakerne i den i gruppen som er gjenstand for identifikasjon.»

Vphl. § 2-5 om nærstående lyder: «Som noens nærstående menes: 1. (...), 2. (...), 3. (...), 4. (...), 5. noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres.»

#### **5. Børsens vurdering**

##### **5.1. Spørsmål om konsolidering**

Haspro AS eier alene 11 908 820 aksjer (9,47 %) i NTS per 23. mars 2022. Slik eierandel ble oppnådd som følge av Haspro AS' erverv av 1 230 000 aksjer i NTS som avtalt 27. januar 2022. Haspro AS' erverv av aksjer medfører dermed ikke at Haspro AS alene eier aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i NTS jf. vphl. § 6-1 (1). Iht. vphl. § 6-5 skal det imidlertid også regnes med aksjer som eies av Haspro AS' nærstående som nevnt i vphl. § 2-5. Hvis man skal se Haspro m.fl. samlet så vil antallet aksjer utgjøre ca. 50,10 % av utestående aksjer i NTS. Forutsetningen for at Haspro AS' erverv utløser tilbudsplikt for Haspro m.fl. er at de utgjør en konsolidert gruppe på tidspunktet for Haspro AS' erverv som avtalt 27. januar 2022. Det vil imidlertid også være relevant å se på omstendigheter i forkant og etterkant av ervervet dersom dette kan belyse eventuelt samarbeid.

Etter vphl. § 2-5 (5) anses noen som Haspro AS' nærstående dersom det er «noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres». Tillegget «herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres» ble lagt til i lovteksten i forbindelse med ny verdipapirhandellov av 2007, og har sin bakgrunn i direktiv 2004/2005/EF om overtakelsestilbud («Takeover-direktivet»). Av Takeover-direktivet fremgår det at samarbeid for å oppnå kontroll med målselskapet og samarbeid for å forhindre en vellykket gjennomføring av et oppkjøpstilbud, er alternative konsolideringsgrunnlag. Oslo

Børs har også lagt til grunn slik forståelse, se blant annet Vedtak og uttalelser 2013 punkt 5.3.4 (Copeinca ASA).

Av anførselene til Øie forstår Oslo Børs at begge konsolideringsgrunnlag påberopes. Disse vil vurderes hver for seg under henholdsvis punkt 5.1.1 og 5.1.2.

Begge konsolideringsgrunnlag krever at samarbeidet er «forpliktende». I NOU 2005:17 s. 24 fremgår det at ordlyden i tidligere lov ble endret fra «handler etter avtale med eller for øvrig opptre i forståelse med» til «forpliktende samarbeid» for å presisere at ikke ethvert koordinert aksjekjøp skulle medføre konsolidering. Av både NOU fra 2005:17 s. 24 og 1996:2 s. 115 følger det at stilltiende avtaler mellom partene kan anses å utgjøre et forpliktende samarbeid som gir grunnlag for konsolidering. Av NOU 1996:2 s. 115 påpekes det at «det ikke vil være noen forutsetning om at det skal foreligge sanksjoner eller sanksjonsadgang for at man skal kunne anse samarbeidet for «forpliktende»». Utover dette gis det ikke veiledning om hvilken betydning «forpliktende» skal ha. Hvor vidt det foreligger «forpliktende samarbeid» må vurderes konkret ut fra forholdene i det enkelte tilfellet.

Om bevisbyrde og beviskrav fremgår det av NOU 1996:2 s. 115 at «det vil være vedtaksmyndigheten som har bevisbyrden for at vilkårene for konsolidering foreligger. Det må dermed foreligge objektive omstendigheter som tilsier at det foreligger et samarbeid som er tilstrekkelig forpliktende til at konsolidering skal foretas». I tingrettens dom i Eastern Drilling-saken (TOSLO-2007-39572), som blant annet gjaldt spørsmål om konsolidering av aksjonær og meglerforetak, ble det uttalt at «Når det gjelder klarleggingen av sakens objektive faktum, er det neppe tilsiktet å fravike det alminnelige krav om sannsynlighetsovervekt, og man bør derfor falle tilbake på det. Børsmyndigheten må etter dette bevise med sannsynlighetsovervekt at det foreligger objektive forhold som gjør at man må anta at partene hadde et forpliktende samarbeid (...)». Dette ble ikke fraveket i ankesaken i lagmannsretten (LB-2008-27119).

### **5.1.1. Forpliktende samarbeid når det gjelder å gjøre bruk av rettigheter som eier av et finansielt instrument**

Det første spørsmålet er om det må antas at Haspro m.fl. har forpliktende samarbeid når det gjelder å gjøre bruk av rettigheter som eier av aksjer i NTS.

Av NOU 1996:2 s. 114 og 115, som henvist til i NOU 2005:17 s.24, fremgår det at «Utvalget legger til grunn at et samarbeid kun med sikte på selve ervervet, ikke bør kunne medføre konsolidering. (...) For eksempel samordnet opptreden i en generalforsamling med sikte på f.eks. skifte av styret, bør ikke i seg selv begrunne konsolidering etter tilbudspliktreglene. En blott og bar felles opptreden vil også falle utenfor ordlyden. Det er mer langsiktige former for samarbeid, som innebærer kontroll over selskapet, som bør begrunne konsolidering. På den annen side kan også et kortsiktig samarbeid med sikte på f.eks. salg av deler av selskapets virksomhet mv., etter omstendighetene være tilstrekkelig til at hensynene bak tilbudspliktreglene gjør seg gjeldende. Etter utvalgets syn bør det som en retningslinje legges til grunn at samarbeid i en enkelt sak i seg selv ikke være nok, med mindre den konkrete saken indikerer at de aktuelle aksjonærene reelt sett har et bredere samarbeid». Basert på dette uttales det i NOU 2005:17 s. 24 at «Utvalget legger til grunn at konsolidering etter gjeldende norsk rett skal skje ved koordinert aksjeerverv hvor formålet er å oppnå kontroll i målselskapet».

Forarbeidene tilsier at dersom et aksjeerverv er koordinert med det formål å oppnå kontroll gjennom langsiktig samarbeid skal konsolidering skje ved slikt erverv. Videre kan også kortsiktig samarbeid med sikte på f.eks. salg av deler av selskapets virksomhet etter omstendighetene kunne medføre at hensynene bak tilbudspliktreglene gjør seg gjeldende, og herunder begrunne konsolidering. Det nevnte kontrollhensynet tilsier at «å

gjøre bruk av rettigheter som eier av et finansielt instrument» er ment å favne om koordinert aksjonærrettighetsutøvelse for å utøve kontroll over selskapet.

I den nevnte lagmannsrettsdommen (Eastern Drilling) vurderer lagmannsretten innholdet av konsolideringsbestemmelsen. På s. 17 fremgår følgende:

*«Lagmannsretten legger etter dette til grunn at konsolideringsbestemmelsen i 1997-loven omfattet mer enn direkte stemmerettssamarbeid, og at også forståelse om felles opptreden med sikte på å oppnå kontroll over målselskapet (Eastern) etter omstendighetene vil kunne rammes. Et slikt standpunkt er vel forenlig med så vel 1985-loven som 2007-loven. Sterke reelle hensyn taler dessuten for en slik lovforståelse. Hovedbegrunnelsen for konsolideringsbestemmelsen er å verne minoritetsaksjonærene i oppkjøpssituasjoner og sikre at samtlige aksjonærer får del i den premie som oppkjøperen erfaringsmessig er villig til å betale for å skaffe seg kontroll med målselskapet. Hvorvidt kontroll oppnås ved direkte bruk av stemmerett, eller med mer raffinerte og fordekte metoder, bør ikke tillegges avgjørende vekt i forhold til behovet for å beskytte minoritetsaksjonærene.»*

Av det ovennevnte må det vurderes om det må antas at det mellom Haspro m.fl. har vært en felles, koordinert opptreden med sikte på å oppnå kontroll over NTS. Utgangspunktet for vurderingen er som tidligere nevnt tidspunktet for Haspro AS' erverv, men tidligere og senere omstendigheter kan også belyse eventuelt samarbeid.

Det ble 22. januar 2022 varslet at det var fremsatt krav om innkalling til ekstraordinær generalforsamling i NTS for valg av nytt styre. Innkalling til ekstraordinær generalforsamling i NTS for valg av styre ble annonsert 28. januar 2022 for avholdelse 18. februar 2022. Isolert sett kan det altså fremstå som at Haspro AS' erverv var gjort med det formål å oppnå flertall (over 50 %) i styrevalget på generalforsamlingen 18. februar 2022. Det har i lengre tid vært uenigheter på aksjonærnivå om styresammensetning og ledelsen av NTS. Det har blitt gjennomført tre styrevalg allerede i 2022, og det er også fremsatt krav om innkalling til et fjerde styrevalg.

Om bakgrunnen for Haspro AS' erverv har Oslo Børs fått opplyst at det i dialogen mellom Carnegie og verdipapirfondene Alfred Berg i forbindelse med salget til Haspro AS, ble oppgitt av Carnegie at antallet aksjer måtte være nok til å sikre over 50 %. Dette fordi det fremstod rasjonelt å sikre verdier ved å ta bort usikkerheten rundt evnen til å kunne levere over 50 % til en budgiver. Videre skal Haspro AS ha vært den eneste av de større aksjonærene i Haspro m.fl. som hadde anledning til å kjøpe aksjer på dette tidspunktet siden Terboli Invest AS, Nils Williksen AS og Rodo Invest AS var i en rød periode grunnet styreverv. Haspro AS har opplyst at de bestemte seg for å kjøpe aksjene da de forsto at det var det som skulle til for å få solgt til en god pris.

Det ovenstående tilsier at Haspro AS' erverv var et koordinert erverv mellom Haspro m.fl., dog i regi av Carnegie, og at formålet var å velge nytt styre i NTS og å kunne tilby en majoritetspost til en potensiell interessent. Det må imidlertid vurderes nærmere om dette er tale om å oppnå en kontroll over NTS som er relevant i relasjon til tilbudspliktreglene. Det er behov for å vurdere partenes øvrige opptreden og eventuelle intensjoner.

Øie anfører at Haspro m.fl. har en avtalebasert, koordinert opptreden, og at det ikke er tale om aksjonærer som handler likt fordi de har sammenfallende interesser. Blant annet vises det til at Haspro m.fl. ga identisk fullmakt til en advokat til å representere deres aksjer i ekstraordinære generalforsamlinger i NTS for valg av nytt styre, og at man har hatt koordinert opptreden på generalforsamling for å få flertall i styret. Amble Investment AS har også vist til ESMA-veiledningen til Takeover-direktivet om at Oslo Børs bør vurdere hvorvidt aksjonærer har samarbeidet i å velge et styre ved flere



anledninger, om aksjonærene samlet foreslår styremedlemmer og om styrevalget vil medføre en endring i kontrollen i styret, herunder om resultatet av handlingene kan tilsi et bredere samarbeid eller forståelse for å erverve eller utøve kontroll over selskapet.

Oslo Børs bemerker først at bruk av fullmakt som regel er begrunnet i praktiske årsaker. Når det gjelder å ha flertallsrepresentasjon i styret kan dette være en måte å utøve kontroll på, men det fremkommer tydelig av forarbeidene at samordnet opptreden i en generalforsamling med sikte på f.eks. skifte av styret, ikke i seg selv bør begrunne konsolidering etter tilbudspliktreglene. Kravene om styrevalg som ble avholdt 21. januar 2022 og 18. februar 2022 ble fremsatt av Nils Williksen AS, Terboli Invest AS og Rodo Invest AS. Styresammensetningen som ble foreslått til 21. januar var foreslått av de samme tre, mens det til 18. februar ble foreslått av valgkomiteen. Det er altså tale om to tilfeller i nær tid. Begge tilfellene gjelder samme sak, herunder styrevalg. Tidspunktene for fremsettelse av kravene om styrevalg, henholdsvis 23. desember 2021 og 22. januar 2022, var etter at mandatavtalen med Carnegie var inngått. Det andre kravet ble fremsatt etter at medsalgspliktavtalen og avtalen om etablering av Tilbyder ble inngått mellom Haspro m.fl.. Det fremstår for Oslo Børs som at den overordnede bakgrunnen for ønsket om utskiftning i hovedsak har vært uenighetene på aksjonærnivå med hensyn til styret og ledelsen av NTS, herunder også knyttet til realisering av aksjonærenes interesser og verdier.

Det bemerkes også at enkelte av partene i mandatavtalen stemte mot forslaget til nytt styre i generalforsamlingen 21. januar 2022. Haspro m.fl. anfører at dette illustrerer at partene ikke var forpliktet til eller forventet å stemme likt. Oslo Børs er enig i dette, selv om dette ikke kan vektlegges i særlig grad ettersom de som stemte mot trakk seg fra avtalene kort tid etter.

Videre viser Øie i sine anførsler til avtalene som er inngått mellom Haspro m.fl. Alle avtalene ble inngått før Haspro AS' erverv. Mandatavtalen av 21. desember 2021 regulerer Carnegies oppdrag med å bistå i forbindelse med salg av aksjer i NTS, og at partene har et mål om å øke antall aksjonærer som er part i mandatavtalen slik at oppdraget inkluderer salg av mer enn 50 % av aksjene i NTS. Mandatavtalen har en klausul om forbud mot salg av aksjer på annen måte enn gjennom mandatet til Carnegie. Vi har fått opplyst at dette var fordi slike enkeltstående salg vil kunne påvirke attraktiviteten i posten som tilbys. Mandatavtalen utløper automatisk, opprinnelig etter tre måneder, men ble i februar forlenget til 1. mai 2022. Avtalen har også en bestemmelse som sier at Carnegie ikke har rett til honorar etter utløp av avtalen for det tilfelle at noen av partene selger sine aksjer til en tredjepart som ikke er kontaktet av Carnegie. Haspro m.fl. anfører at dette understreker at de ikke hadde noen annen felles agenda enn å selge aksjene sine i NTS og at det var underordnet i hvilken konstellasjon man ville selge aksjer.

Medsalgspiliktavtalen av 12. januar 2022, som ble erstattet med ny medsalgspliktavtale 1. februar 2022, regulerer i hovedsak salgsbegrensning og medsalgsplikt, og kan sies opp med fire ukers skriftlig varsel som tidligst kan gis 30. april 2022 (opprinnelig 21. mars 2022). Bestemmelsen om medsalgsplikt er ordinær, og er en naturlig regulering mellom partene sett i lys av den inngåtte mandatavtalen. Videre er bestemmelsen om salgsbegrensning likelydende som, dog ikke identisk med, bestemmelsen om salgsbegrensning i mandatavtalen.

Også avtalen av 16. januar 2022 om å fremsette Tilbudet fremstår å være inngått i forlengelsen av at partene har inngått mandatavtalen med Carnegie. Avtalen ble terminert i forbindelse med børsmeldingen om at Tilbudet ikke vil bli fremmet som annonsert 31. januar 2022. Avtalen kommenteres likevel da den ikke var terminert på tidspunktet for Haspro AS' erverv, og da innholdet i avtalen kan kaste lys over sammenhengen og ha betydning for den samlede vurderingen av konsolidering.

I henhold til avtalen av 16. januar 2022 skulle partene etablere Tilbyder, herunder tegne seg for aksjer i Tilbyder og innbetale tegningsbeløp for slike aksjer. Avtalen gjaldt fremsettelse av tilbud via Tilbyder på alle aksjer i NTS som ikke eies av partene, og ingen av partene kunne akseptere Tilbudet. Tilbyder skulle ha banklån eller benytte egen kontantbeholdning for å finansiere oppgjør i Tilbudet, eventuelt skulle dette dekkes av partene i henhold til deres forholdsmessige eierandel. Tilbyder skulle altså eies av partene i fellesskap, og partene var forpliktet til å bistå i finanseringen av Tilbudet hvis nødvendig.

Det fremkommer videre av avtalen at partene ikke kunne erverve eller selge aksjer i NTS frem til gjennomføring av oppgjør under Tilbudet. Videre er det en inneståelse om at man ikke har handlet aksjer i NTS til en pris som er høyere enn NOK 105 per aksje i en periode på 6 måneder forut for inngåelse av avtalen. Øie anfører at bestemmelsene er utformet ut fra bestemmelsene om tilbudsplikt som om Haspro m.fl. anser at inngåelse av avtalen medfører konsolidering. Oslo Børs vurderer at formålet med formuleringen er å sikre at tilbudsprisen ikke skulle bli høyere enn NOK 105 i Tilbudet, men er enig i at formuleringen også kan tilsa at partene selv vurderte det som en risiko for konsolidering med Tilbyder.

Oslo Børs vurderer at det fremkommer tydelig av avtalene, børsmeldinger og av sammenhengen at formålet med alle avtalene har vært knyttet til et ønske om å selge seg ut av NTS, og at man har vurdert at muligheten for å oppnå best pris er ved å samle en større aksjepost. Det er da ikke unaturlig å engasjere samme rådgivere. Det fremstår som at avtalene og handlingene har vært måter å ivareta samt å utøve sine interesser som aksjonærer. Aksjonærer står fritt til å selge aksjene sine både alene og i fellesskap. Videre inneholder ikke avtalene noen bestemmelser om bruk av rettigheter knyttet til aksjene som Haspro m.fl. har i NTS eller skulle ha i Tilbyder, men regulerer heller rettigheter og forpliktelser som Haspro m.fl. har overfor hverandre med hensyn til kjøp og salg av aksjer i NTS. Oslo Børs anser ikke avtaler med slike reguleringer som å være avtale om utøvelse av aksjonærrettigheter, se f.eks. Vedtak og uttalelser 2001 s. 98 (Frontier Drilling) hvor det var inngått avtale om forkjøpsrett, medsalgsrett og medsalgsplikt.

At hensikten har vært å selge aksjene sine i NTS støttes også av at Haspro m.fl. trakk intensjonen om å fremme Tilbudet da Mowi annonserte sin intensjon om å fremme et tilbud. Dette var før Haspro AS' erverv. Det støttes også av den senere omstendighet at Haspro m.fl. ga forhåndsaksepter til tilbudet som ble annonsert av SalMar 14. februar 2022.

Arbeidet frem mot salg av aksjer har vært kortvarig i henhold til avtalenes formål og klausuler om varighet. Det er altså ikke tale om noe langsiktig samarbeid for å oppnå kontroll. Forarbeidene nevner som tidligere presentert at kortsiktig samarbeid med sikte på f.eks. salg av deler av selskapets virksomhet mv. etter omstendighetene være tilstrekkelig til at hensynene bak tilbudspliktreglene gjør seg gjeldende. Hans Martin Storø og Guntvedt Holding AS har uttrykt en mistanke om at Haspro m.fl. har hatt avtaler eller planer om å selge NTS' aksjer i Norway Royal Salmon ASA, og/eller å gjøre et tilbakekjøp av aksjene i Salmonor AS (som per i dag er eiet av NTS, men som NTS ved det tidligere styret inngikk avtale om å selge). Oslo Børs vurderer at det ikke har blitt fremlagt dokumentasjon på at slik hensikt har foreligget, eller at avtaler rundt dette er inngått.

Som nevnt inneholder ingen av avtalene mellom Haspro m.fl. bestemmelser om utøvelse av rettigheter som eiere av aksjer i NTS eller annet som skulle tilsa felles utøvelse av kontroll. Det bemerkes også at enkelte av partene i avtalene har erklært seg ubundet av avtalene, og at dette har blitt akseptert av de øvrige partene. Selv om avtalene er bindende, tilsier handlingene at avtalene ikke er håndhevet som et «forpliktende»

samarbeid mellom partene. Det fremstår heller ikke som at Haspro m.fl. har hatt en intensjon om å oppnå en posisjon for å utøve kontroll i fellesskap over NTS all den tid intensjonen har vært å selge sine respektive aksjer i NTS. Det kan ikke sies å ha vært tale om koordinert utøvelse av aksjonærrettigheter for å utøve kontroll over NTS.

Heller ikke senere omstendigheter tilsier at det forelå koordinert aksjonærrettighetsutøvelse for å ha kontroll over NTS på tidspunktet for Haspros erverv. Oslo Børs bemerker at hver av forhåndsakseptene som Haspro m.fl. har avgitt til SalMar 14. februar 2022 inneholder en inneståelse om å gjøre alt som med rimelighet kan forventes for å bidra til å realisere SalMars formål med tilbudet, herunder også at ved eventuelt valg av styremedlemmer i NTS skal det søkes å velge et styre som ikke vil motarbeide tilbudet eller formålet med tilbudet. Det er ingenting som tilsier at slike inneståelser har blitt lovet på et tidligere tidspunkt, eller at det på tidspunktet for Haspro AS' erverv forelå tilsvarende avtaler med SalMar. Videre er slik inneståelse avgitt av den respektive aksjonær overfor SalMar. Selv om inneståelsene implisitt gjelder utøvelse av stemmerett, herunder ved valg av styre i NTS, må det avgjørende være at slik inneståelse er avgitt overfor SalMar i forbindelse med forhåndsaksept av tilbudet, at dette er avgitt etter Haspro AS' erverv og at det ikke er en rettighetsutøvelse som er avtalt mellom Haspro m.fl. med det formål å utøve kontroll over NTS. Det kan også vises til Borgarting lagmannsretts overskjønnssak LB-2019-89366 (Aurora-dommen) hvor det også var avgitt forhåndsaksepter i forbindelse med et tilbud. Forhåndsakseptene inneholdt forpliktelse om at man ikke skulle «obstruct» budet fra tilbyder. Lagmannsretten uttalte at dette ikke kunne gi grunnlag for konsolidering, og at forpliktelsen «neppe gir uttrykk for mer enn det som følger av alminnelige regler om lojalitet i kontraktsforhold». Ordlyden i forpliktelsen er ikke helt likt som i foreliggende sak, men etter Oslo Børs' vurdering gir også inneståelsene i forhåndsakseptene avgitt til SalMar uttrykk for en slik lojalitetsplikt ovenfor SalMar.

Basert på den samlede ovenstående vurderingen finner ikke Oslo Børs det bevist med sannsynlighetsovervekt at det må antas at Haspro m.fl. på tidspunktet for Haspro AS' erverv hadde et forpliktende samarbeid om å gjøre bruk av rettigheter som eiere av aksjer i NTS.

### **5.1.2. Samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres**

Neste spørsmål er om det må antas at Haspro m.fl. har et forpliktende samarbeid ved at et tilbud vanskeliggjøres eller hindres. Som nevnt under punkt 5.1 følger det av både Takeover-direktivet og Oslo Børs' praksis at dette er et eget konsolideringsgrunnlag, blant annet med henvisning til Vedtak og uttalelser 2013 punkt 5.3.4 (Copeinca ASA) s. 206. På side 207 i samme sak fremgår det deretter at «Det er i praksis slått fast at det kan være grunnlag for konsolidering enten det aktuelle samarbeidet gjelder utøvelse av organisatoriske eller økonomiske rettigheter knyttet til aksjeeie. Følgelig er det grunnlag for å konsolidere aksjeeiere som samarbeider om å vanskeliggjøre eller forhindre et tilbud, uten at samarbeidet gjelder bruk av stemmerettigheter eller har som mål å oppnå felles kontroll for gruppen.» Det er altså ikke nødvendig at stemmerettigheter brukes, eller at man har mål om å oppnå felles kontroll, for å konsolidere under dette konsolideringsalternativet.

Når det gjelder hvordan konsolideringsgrunnlaget skal forstås, fremgår det av Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 368 at henvisningen til «tilbud» i «herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres» bør gjøre det klart at presiseringen av hva et samarbeid kan gå ut på, kun er aktuell der det er snakk om erverv av en kontrollerende del av et målselskap, og at samarbeidet kun behøver å ha til hensikt å forhindre et konkurrerende bud.

I den nevnte lagmannsrettsdommen (Eastern Drilling) vurderes konsolidering etter verdipapirhandelloven av 1997, altså før formuleringen «herunder samarbeid der et

tilbud vanskeligjøres eller hindres» ble inntatt. Innholdet i slik formulering følger imidlertid av Takeover-direktivet, og – som det fremgår av dommens s. 16 – uttales det i både NOU 2005:17 og Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) at loven av 1997 forutsettes å være i samsvar med Takeover-direktivet. Tillegget er kun en tydeliggjøring av bestemmelsens rekkevidde. Dommens vurderinger knyttet til forhindringssamarbeid er dermed også relevant. Om vurderingen av konsolidering på bakgrunn av forhindringssamarbeid uttales det i dommens s. 18 at «*Det avgjørende må være om andre interessenter gjør et reelt fremstøt for å etablere kontroll over målselskapet, og om dette faktisk søkes motvirket ved bruk av de aktuelle virkemidler. Hvorvidt det foreligger en slik situasjon, må vurderes og avgjøres ut fra de konkrete omstendigheter i saken.*»

Som nevnt under punkt 5.1 er det en forutsetning for utløsning av tilbudsplikt for Haspro m.fl. at de utgjør en konsolidert gruppe på tidspunktet for Haspro AS' erverv av aksjer som ble avtalt 27. januar 2022, men at det vil være relevant å se på omstendigheter i forkant og etterkant av ervervstidspunktet da dette kan belyse eventuelt samarbeid.

Mowi annonserte sin intensjon om å fremme et frivillig tilbud den 24. januar 2022, og Oslo Børs mottok førsteutkast til tilbudsdokument den 31. januar 2022. Oslo Børs mottok fjerde utkast til tilbudsdokumentet 14. februar 2022, og prosessen rundt tilbudsdokumentet var da i slutfasen. Samme dato ble SalMars intensjon om å fremme frivillig tilbud annonsert og deretter annonserte Mowi at Mowis annonserte tilbud ikke vil bli fremmet fordi betingelsene for å fremme tilbudet ikke lenger forelå. Det er altså på det rene at Mowi gjorde et reelt fremstøt for å etablere kontroll over NTS på tidspunktet for Haspros erverv og frem til børsmeldingen 14. februar 2022.

Spørsmålet er om Mowis tilbud ble søkt motvirket av Haspro m.fl., herunder om det må antas at Haspro m.fl. på tidspunktet for Haspro AS' erverv hadde et forpliktende samarbeid der Mowis tilbud ble vanskeliggjort eller hindret.

Som nevnt ble Haspro AS' erverv av aksjer avtalt 27. januar 2022. På dette tidspunktet hadde det vært løpende samtaler med både Mowi og SalMar, men av det børsen har fått opplyst hadde det kun vært konkrete forhandlinger med Mowi. At Haspro m.fl. ikke ønsket å akseptere Mowis første bud på NOK 110 er opplyst å være begrunnet i at man ønsket en høyere pris. Det er ikke blitt fremlagt informasjon som tilsier noe annet. Av de fremlagte faktiske forhold for perioden før Haspro AS' erverv er det ingenting som tilsier at det forelå et samarbeid for å hindre Mowis bud, hverken de inngåtte avtalene mellom Haspro m.fl., opptreden i den forbindelse eller Haspro AS' erverv. Oslo Børs forstår videre at anførselene om konsolidering på grunnlag av forhindringssamarbeid knytter seg til perioden etter ervervet. Som nevnt vil også etterfølgende periode kunne belyse vurderingen.

Øie angir i sin anførsel at Haspro m.fl. ikke forsøkte å få best mulig bud fra Mowi. Mowi har anført at de ikke fikk mulighet til å matche eller overgå SalMars bud før man fikk beskjed om at det var gitt ugjenkallelige forhåndsaksepter til SalMar. Blant annet skal SB1M ha kommunisert til Carnegie at SB1M forventet at Mowi kunne tilby en tilbudspris på NOK 120 eller høyere. Til dette bemerker Oslo Børs at det var løpende forhandlinger med Mowi for å få best mulig bud fra Mowi. Oslo Børs forstår imidlertid at Mowi ikke ville «by mot seg selv» all den tid det ikke var forhandlinger med andre tilbydere. Mowi kunne imidlertid ha fremmet et høyere bud på eget initiativ da SalMar fremmet interesse ettersom Mowi ved SB1M ble informert 13. februar 2022 om at det var mottatt et høyere bud. Dette styrkes av at SB1M ble løpende oppdatert, f.eks. om at Haspro m.fl. ville møtes på kvelden, etterfulgt av oppdatering sent på kvelden om at det ikke var blitt konkludert ennå, men at det var under vurdering. Videre ga Carnegie oppdatering til SB1M tidlig 14. februar 2022 om at det ikke var avgjort ennå og at Carnegie ville ta kontakt igjen når det forelå ny informasjon, herunder at budskapet da ville være hvorvidt Haspro m.fl. ville velge Mowis forslag ( $x > 116$ ) eller om man hadde bestemt seg for å gå i

en annen retning. Det lå derfor i kortene at en beslutning fra Haspro m.fl. var nært forestående, og Mowi hadde derfor et incentiv for å fremsette et konkret bud som var høyere hvis dette var intensjonen. Dette hendelsesforløpet tilsier heller ikke at det forelå et samarbeid for å hindre Mowis bud på tidspunktet for Haspros erverv, og heller ikke etter.

Deretter ble det gitt støtteerklæringer og ugjenkallelige forhåndsaksepter til SalMar den 14. februar 2022 som til sammen representerte mer enn 50 % av aksjene i NTS. Støtteerklæringene hadde inneståelse om at man ikke skulle akseptere andre konkurrerende bud. Det er relativt vanlig å avgi forhåndsaksepter i forbindelse med frivillige tilbud, og dette vil normalt ikke anses som grunnlag for konsolidering mellom tilbyder og den som avgir forhåndsaksept med hensyn til å hindre eller vanskeliggjøre bud. Det vises i den forbindelse til den nevnte Aurora-dommen hvor lagmannsretten uttalte at avgivelse av forhåndsaksepter «i seg selv klart nok ikke [er] tilstrekkelig til det at foreligger forpliktende samarbeid», selv om det «vil kunne bidra til at tilbyder oppnår kontroll i målselskapet» og selv om man «ikke hadde muligheten til å gå fra forpliktelsen dersom det kom et høyere bud fra andre». I motsetning til Aurora-dommen er det ikke i foreliggende sak spørsmål om konsolidering av tilbyder og de aksjonærene som avgir forhåndsaksept, men heller om de som avgir forhåndsaksept skal konsolideres med hverandre. Det er ingenting som tilsier at forhåndsakseptene eller støtteerklæringene var avtalt i forkant av eller på tidspunktet for Haspro AS' erverv. Avgivelsen av disse den 14. februar 2022 kan dermed ikke begrunne at det forelå forhindringssamarbeid mellom Haspro m.fl. på tidspunktet for Haspro AS' erverv. At Mowi ikke ønsket å fremme et tilbud etter at forhåndsakseptene og støtteerklæringene ble avgitt er forståelig sett i lys av at Mowi selv ønsket aksept på mer enn 50 %, ref. børsmelding hvor Mowis første intensjon om å fremme tilbud ble annonsert. Med henvisning til ovenstående hadde imidlertid Mowi anledning til å fremme et nytt bud før forhåndsakseptene ble gitt.

Videre har både Øie og Mowi anført at Mowi indikerte et bedre bud enn SalMar helgen 12-13. februar 2022. Anførselene viser blant annet til at Mowi ville kunne matche tilbudsprisen til SalMar, at Mowis bud hadde høyere kontantoppgjør, ingen regulatorisk risiko og ingen vilkår om ugjenkallig forhåndsaksept fra et flertall av aksjonærene. Det er riktig at budene har ulike vilkår, at SalMars bud innehar større risiko med hensyn til endelig verdi grunnet den høyere andelen av vederlagsaksjer og at oppgjørstidspunktet kunne bli senere enn Mowis bud. Oslo Børs bemerker likevel at vurderingen av hva som eventuelt er det beste budet er en subjektiv vurdering sett i lys av de ulike betingelsene for de respektive budene. Valget av SalMars bud, herunder risikoviljen og aksept av potensielt senere oppgjør, kan gjenspeile at Haspro m.fl. hadde større tro på de verdier og synergieffekter det budet kunne gi. En vurdering av hvilket bud som er best er forbeholdt den enkelte aksjonær som står overfor valget, og er uansett ikke relevant for spørsmålet om Mowis tilbud ble vanskeliggjort eller hindret.

Øie har også anført at Haspro m.fl. har motarbeidet et konkurrerende bud ved å på egenhånd føre eksklusive forhandlinger med SalMar uten å involvere NTS. Anførselen viser til at Haspro m.fl. foreslo et nytt styre i NTS til behandling i generalforsamling 18. februar 2022 slik at de ville få kontroll på styret slik at ikke NTS kunne fasilitere annet bud. Til dette bemerker Oslo Børs at enhver aksjonær, enten alene eller i fellesskap, må kunne ivareta sine interesser, herunder forhandle om salg av sine aksjer, uten å involvere målselskapet. I tilbudsprosesser vedrørende noterte selskaper, også ved frivillige tilbud, er det ikke noe krav om at målselskapets styre eller ledelse er involvert i prosessen. Det er imidlertid ikke uvanlig at målselskapet er eller har vært involvert når det er tale om frivillige tilbud. Slik deltakelse er likevel ikke nødvendigvis avgjørende for at en aktør velger å fremsette et tilbud.

Basert på det ovennevnte vurderer Oslo Børs at det ikke er mottatt informasjon eller dokumentasjon som tilsier at Haspro m.fl. har søkt å motvirke tilbud fra Mowi eller

andre, herunder at de utgjorde en konsolidert gruppe på slikt grunnlag på tidspunktet for Haspro AS' erverv av aksjer. De etterfølgende omstendigheter styrker dette. Ettersom de avgjørende forhandlingene om valg av bud skjedde ca. 2 uker etter Haspro AS' erverv, fremstår det heller ikke som at Haspro AS' erverv ble gjort for å hindre eller vanskeliggjøre et bud. Av den fremlagte informasjonen og dokumentasjonen fremstår det som at man ønsket å kunne tilby en størst mulig aksjepost til en tilbyder for å få best mulig bud på aksjene i NTS. Det ble videre gjennomført parallelle forhandlinger med både SalMar og Mowi før aksjonærene fattet en beslutning om hvilket bud de anså best. Forhandlingene med Mowi var løpende gjennom januar og februar, og Mowi ble informert om at det var mottatt et høyere bud fra SalMar samt gitt oppdateringer om prosessen.

Basert på den samlede ovenstående vurderingen finner ikke Oslo Børs det bevist med sannsynlighetsovervekt at det må antas at Haspro m.fl. hadde et forpliktende samarbeid på tidspunktet for Haspro AS' erverv ved at et tilbud vanskeliggjøres eller hindres.

## **5.2. Anledning til å trekke Tilbudet**

Oslo Børs er også anmodet om å vurdere om Haspro m.fl. hadde anledning til å trekke Tilbudet. Dette må avgjøres ved å vurdere betingelsene i annonseringen av hensikten til å fremsette Tilbudet, og om slike betingelser ikke lenger er oppfylt. Relevant utdrag fra børsmeldingen fremgår nedenfor:

*«Gjennomføringen av Tilbudet er forventet å være betinget av følgende forhold, som kan frafalles helt eller delvis etter Tilbyders eget skjønn («Gjennomføringsbetingelsene»)  
: (...) 5. Det skal ikke ha vært annonsert et konkurrerende tilbud med høyere tilbudspris enn Tilbudsprisen.»*

Øie anførte opprinnelig at det ikke var annonsert et konkurrerende tilbud, og at det kun var blitt annonsert en uforpliktende hensikt fra Mowi om å fremme et tilbud. Det ble også vist til at 50 % av vederlaget skulle gjøres opp i vederlagsaksjer, og det derfor ikke var gitt at tilbudsprisen ville bli høyere enn tilbudsprisen i Tilbudet. Når det gjelder tilbudet fra SalMar anfører Øie at dette er betinget av flere gjennomføringsbetingelser, og at det således er betydelig usikkerhet om tilbudet vil bli gjennomført, og at det må antas at det vil ta betydelig tid å særlig avklare konkurransebetingelsen.

Tilbudsprisen i Tilbudet var på NOK 105 kontant per NTS-aksje. Mowis tilbud var på NOK 110 og SalMars tilbud er på NOK 120 per NTS-aksje, begge med en andel til oppgjør i vederlagsaksjer. Basert på de angitte kroneprisene er tilbudsprisen fra henholdsvis Mowi og SalMar høyere enn i Tilbudet selv om det er risiko for fremtidige kurssvingninger (både opp og ned) med hensyn til vederlagsaksjene.

Når det gjelder betingelsene som SalMar har satt for gjennomføring av sitt tilbud bemerker Oslo Børs at å sette vilkår for gjennomføring av et frivillig tilbud er ordinært. Det vil normalt alltid være en usikkerhet om frivillige tilbud gjennomføres, men et bud med gjennomføringsbetingelser må likevel kunne anses som konkurrerende også i tiden før gjennomføring. Når det gjelder betingelsen om konkurransegodkjennelse så fremgår det av børsmeldingen at denne skal frafalles dersom dette ikke er oppfylt innen 31. oktober 2022 og alle andre gjennomføringsbetingelser er oppfylt. Dessuten har SalMar anledning til å frafalle eventuelle andre betingelser som ikke er oppfylt. Oslo Børs vurderer ikke at betingelsene for tilbudet medfører at tilbudet ikke er konkurrerende.

Basert på det ovennevnte vurderer Oslo Børs at henholdsvis Mowis og SalMars annonsering om tilbudsintensjon må anses som konkurrerende tilbud med høyere tilbudspris enn i Tilbudet, og at en av gjennomføringsbetingelsene for Tilbudet dermed

ikke lenger er oppfylt. Tilbudet kunne derfor trekkes under henvisning til det som ble kommunisert om betingelser for å fremme Tilbudet.

## **6. Vedtak**

Basert på informasjonen og dokumentasjonen som Oslo Børs har fått presentert, og med henvisning til børsens vurderinger i dette brev, er børsens konklusjon at det ikke foreligger grunnlag for å konsolidere Haspro m.fl. og at Haspro AS erverv av aksjer som avtalt 27. januar 2022 dermed ikke utløser tilbudsplikt. Videre har børsen i sin vurdering konkludert med at Tilbudet kunne trekkes.

Det fattes følgende vedtak:

«Det foreligger ikke grunnlag for konsolidering av Haspro AS, Terboli Invest AS, Nils Williksen AS, Rodo Invest AS, Vikna Invest AS, Andvari AS, Bergpro AS, Dolmen Invest AS, E.R. Dolmen Invest AS, Leif-Oskar Olsvik, Linn-Karin Olsvik, Torbjørn Olsvik, H.G. Dolmen Invest AS og Emilsen Fisk AS, og Haspro AS kan dermed ikke pålegges tilbudsplikt i NTS ASA som følge av ervervet av aksjer i NTS ASA som avtalt 27. januar 2022, jf. verdipapirhandelloven § 6-1 (1) og (6), jf. § 6-5, jf. § 2-5.»

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemden i henhold til verdipapirforskriften kapittel 12. Klagefrist er to uker.

### **5.2.5 Børsklagenemden – sak 1/2022 – NTS ASA, 30.05.2022**

*[Se punkt 5.2.4 for Oslo Børs' vedtak i saken av 25.03.2022.]*

Avgjørelse 30. mai 2022 av klage fra Guntvedt Holding AS over Oslo Børs' vedtak 25. mars 2022 om å avslå krav om å pålegge Haspro AS tilbudsplikt i NTS ASA som følge av erverv av aksjer i NTS ASA avtalt 27. januar 2022, jf. lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) § 6-1 (1) og (6), jf. § 6-5, jf. § 2-5. Børsen fant ikke grunnlag for å konsolidere Haspro AS med Terboli Invest AS, Nils Williksen AS, Rodo Invest AS, Vikna Invest AS, Andvari AS Bergpro AS, Dolmen Invest AS, E.R. Dolmen Invest AS, Leif-Oskar Olsvik, Linn-Karin Olsvik, Torbjørn Olsvik, H.G. Dolmen Invest AS og Emilsen Fisk AS (heretter «Haspro m.fl.» e.l.).

#### **1. Klagesaken og børsklagenemndens sammensetning**

Oslo Børs ASA (heretter «Oslo Børs» eller «børsen») fattet 25. mars 2022 følgende vedtak:

«Det foreligger ikke grunnlag for konsolidering av Haspro AS, Terboli Invest AS, Nils Williksen AS, Rodo Invest AS, Vikna Invest AS, Andvari AS, Bergpro AS, Dolmen Invest AS, E.R. Dolmen Invest AS, Leif-Oskar Olsvik, Linn-Karin Olsvik, Torbjørn Olsvik, H.G. Dolmen Invest AS og Emilsen Fisk AS, og Haspro AS kan dermed ikke pålegges tilbudsplikt i NTS ASA som følge av ervervet av aksjer i NTS ASA som avtalt 27. januar 2022, jf. verdipapirhandelloven § 6-1 (1) og (6), jf. § 6-5, jf. § 2-5.»

Guntvedt Holding AS (heretter «Guntvedt» eller «klager») påklaget vedtaket i brev 8. april 2022 fra Jon Martin Atkinson i advokatfirmaet Arntzen de Besche Advokatfirma AS. Klagen er rettidig fremsatt. Guntvedt er aksjonær i NTS ASA og eide per 5. mai 2022 1 312 734 aksjer, som tilsvarer 1,04 % av aksjene og stemmene i NTS. Guntvedt fremsatte ikke den opprinnelige begjæringen om konsolidering av Haspro m.fl., men fremsatte anførsler også i forkant av børsens vedtak 25. mars. Oslo Børs la til grunn at Guntvedt har rettslig klageinteresse som aksjonær i NTS.

Oslo Børs fant ikke grunn til å omgjøre vedtaket og oversendte 6. mai 2022 saken til Børsklagenemnden for behandling sammen med børsens merknader til klagen, jf.

forskrift 29. juni 2007 nr. 876 om verdipapirhandel (verdipapirforskriften) § 12-5 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Ytterligere merknader i saken ble inngitt på vegne av Haspro m.fl. v/advokat Jan Brudvik i Advokatfirmaet Thommessen AS 12. og 23. mai 2022 og på vegne av Guntvedt v/advokat Jon Martin Atkinson 13. og 20. mai 2022. Når merknadene omtales, vises det til navn på selskapene og ikke de representantene som har inngitt merknadene på deres vegne.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte. Ved behandlingen deltok Christian Lund (leder), Espen Klitzing, Jøril Mæland, Cecilie Kvalheim og Bernt Zakariassen.

## **2. Kort om selskapet**

NTS ASA (ticker «NTS») er notert på Oslo Børs. På Oslo Børs' internettsider fremgår følgende omtale, publisert av NTS:

*«NTS ASA er et fullintegret havbrukskonsern, lokalisert i Midt-Norge. Midt-Norsk Havbruk AS (MNH) produserer oppdrettslaks og er tildelt 13 227 tonn MTB, eier smoltanlegg og er medeier i slakteri i Norge. Konsernet er et av landets ledende brønnbåtredere og opererer en flåte på 13 fartøy, servicebåtflåte på 60 fartøy og godsbåtflåte på 4 fartøy.»*

## **3. Bakgrunn – faktiske forhold**

I vedtaksbrevet og klagebehandlingen 25. mars og 6. mai 2022 har Oslo Børs redegjort for de faktiske forholdene som de har lagt til grunn for sin behandling av saken. Redegjørelsene er inntatt nedenfor. Redegjørelsen fra klagebehandlingen 6. mai 2022 er satt inn der det hører hjemme i kronologien i redegjørelsen i vedtaksbrevet 25. mars 2022:

16. desember 2021 ble det avholdt et møte hvor flere aksjonærer i NTS deltok. Vi har fått opplyst at formålet var å diskutere kommunikasjonsform, samarbeid, eierstyring og selskapsledelse med videre og eventuelle løsninger på den anstrengte situasjonen mellom største aksjonær i NTS og andre aksjonærer.

21. desember 2021 ble det inngått en mandatavtale mellom Carnegie AS («**Carnegie**»), Vite Invest AS (nå Terboli Invest AS), Nils Williksen AS, Haspro AS og Rodo Invest AS. Vi har fått opplyst at Carnegie ble kontaktet for å bistå med salg av en aksjepost i NTS, og at Carnegie så en mulighet til å samle uavhengige aksjonærer i NTS som til sammen eier mer enn 50 % av aksjene i NTS fordi det ville øke kjøperinteressen dersom man kunne tilby en majoritetsandel i NTS. Slikt mål fremkommer også av mandatavtalen. Carnegie og Thommessen kontaktet deretter flere aksjonærer i NTS med forespørsel om man var interessert i å selge aksjene sine. Mandatavtalen gjelder engasjering av Carnegie som felles rådgiver i forbindelse med salg av aksjer eller restrukturering av NTS. Avtalen definerer engasjementet som bistand med salg av aksjonærenes aksjer i NTS. Avtalen nevner at aksjonærene på tidspunktet for mandatavtalen ikke har intensjon om å splitte NTS, men at partene skal forhandle vilkår for Carnegies engasjement hvis slik splitt blir aktuelt som følge av andre parters handlinger eller ønske. Mandatavtalen inneholder i dens løpetid et forbud mot salg av aksjer på annen måte enn gjennom mandatet til Carnegie. Vi har fått opplyst at dette var fordi slike enkeltstående salg vil kunne påvirke attraktiviteten i posten som tilbys. Mandatavtalen utløper automatisk etter tre måneder, altså 21. mars 2022, med mindre den forlenges. Avtalen har blitt forlenget, se tidslinjen 1. februar 2022.

22.-23. desember 2021 ble tiltredelseserklæring til mandatavtalen signert av Amble Investment AS, Vikna Invest AS, Inger Aasebø Nilsen, Emilsen Fisk AS, Dolmen Invest



AS, Bergpro AS, Linn Karin Olsvik, Torbjørn Olsvik, Leif-Oskar Olsvik, E.R. Dolmen Invest AS, Hans Martin Storø, Gundtvedt Holding AS og Andvari AS.

23. desember 2021 innledet Carnegie kontakt med Mowi ved konsernsjef Ivan Vindheim og informerte om at det kunne komme aksjer i NTS for salg.

23. desember 2021 oppsto første kontakt mellom Carnegie og SalMar ASA («**SalMar**»). Det var løpende kontakt i løpet av januar, men uten konkrete forhandlinger før 12. februar 2022. Vi har blitt informert om at det fra SalMars side hele veien var en forutsetning om ugjenkallelige forhåndsaksepterte bud for å komme med bud.

23. desember 2021 ble det fremsatt krav om avholdelse av ekstraordinær generalforsamling i NTS for valg av styre. Av børsmeldingen fremgår det ikke hvem som har fremsatt kravet.

30. desember 2021 ble det annonsert innkalling til ekstraordinær generalforsamling i NTS for avholdelse 21. januar 2022 for valg av styre. Krav om styrevalg var fremsatt av Nils Williksen AS, Terboli Invest AS og Rodo Invest AS.

7. januar 2022 ble Mowi gjort til insider, og mottok informasjon om at aksjene som skulle selges ville utgjøre en majoritetsandel i NTS. Ny gjennomgang mellom Carnegie og Mowi ble gjennomført 11. januar 2022. Mowi engasjerte deretter Sparebank1 Markets («**SB1M**») som finansiell rådgiver.

11. januar 2022 ble det i børsmelding på NTS' ticker annonsert at det var inngått en avtale mellom NTS, Norway Royal Salmon ASA («**NRS**») og NRS Farming AS om salg av aksjene i SalmoNor AS («**SalmoNor**») fra NTS til NRS Farming AS ved oppgjør kontant og ved utstedelse av vederlagsaksjer i NRS («**SalmoNor-transaksjonen**»). Avtalen angis å være et resultat av at styret i NTS 30. september 2021 besluttet å innlede strategisk dialog med NRS om en mulig sammenslåing av NRS og SalmoNor. Gjennomføring angis å være forventet gjennomført i Q2 2022.

12. januar 2022 ble det inngått en medsalgspliktavtale mellom Vite Invest AS (nå Terboli Invest AS), Nils Williksen AS, Haspro AS, Rodo Invest AS, Vikna Invest AS, Andavari AS, Bergpro AS, Dolmen Invest AS, E.R. Dolmen Invest AS, Gundtvedt Holding AS, Hans Martin Storø, Leif-Oskar Olsvik, Linn-Karin Olsvik, Torbjørn Olsvik, H.G. Dolmen Invest AS og Emilsen Fisk AS. Avtalen har bestemmelser om salgsbegrensning, medsalgsplikt, informasjon og at partene ikke skal inngå andre avtaler om de forhold som er regulert av avtalen. Avtalen kan sies opp med fire ukers skriftlig varsel som tidligst kan gis 21. mars 2022.

16. januar 2022 ble det inngått en avtale mellom de samme partene som i medsalgspliktavtalen av 12. januar 2022. Formålet med avtalen er angitt å være at den skal regulere forhold vedrørende partenes rettigheter og forpliktelser i forbindelse med at partene er enige om å fremsette et frivillig tilbud på aksjene i NTS («**Tilbudet**»). Avtalen oppstiller vilkårene for slikt Tilbud. Avtalen har videre bestemmelser om etablering av et felles selskap som skal være tilbyder i Tilbudet («**Tilbyder**»), om partenes representanter i forbindelse med Tilbudet, inneståelser, kostnader og utlegg, medvirkning og stand-still. Avtalen kan termineres når som helst før Tilbudet fremsettes enten ved partenes gjensidige samtykke, eller av hver av partene dersom fremsettelse av Tilbudet ikke har funnet sted innen 15. februar 2022.

17. januar 2022 ble det i børsmelding på NTS' ticker varslet av de nevnte avtalepartene har en intensjon om å fremme Tilbudet gjennom Tilbyder på samtlige aksjer i NTS til NOK 105 per aksje. Rasjonalet for Tilbudet er angitt å være som følger: «*Rasjonalet for Tilbudet er å søke å beskytte og videreutvikle aksjeverdier i NTS ved å videreføre*

*sondering av alternativer for Selskapets aksjonærer, herunder å selge aksjene. Aksjonærene ønsker videre å forbedre eierstyringen og selskapsledelsen i Selskapet.»*  
Hans Martin Storø og Guntvedt Holding AS skal kort tid etter publiseringen av børsmeldingen ha trukket seg fra avtalene.

21. januar 2022 ble det avholdt ekstraordinær generalforsamling i NTS for valg av nytt styre. Styresammensetningen foreslått av Nils Williksen AS, Terboli Invest AS og Rodo Invest AS ble ikke valgt.

21. januar 2022 ble det i børsmelding på NTS' ticker gjort en presisering vedrørende Tilbudet. Med henvisning til børsmelding av 17. januar 2022 hvor det ble annonsert at Tilbyder hadde til hensikt å fremsette Tilbudet, fremgår det at «For å unngå tvil om hva som menes med «har til hensikt» å fremsette et frivillig tilbud, presiseres det at et frivillig tilbud skal fremsettes på de hovedvilkår som fremgår av Børsmeldingen». Som påpekt i Klagen ble slik børsmelding 21. januar 2022 publisert etter at det var avholdt ekstraordinær generalforsamling i NTS samme dag hvor styresammensetningen foreslått av Nils Williksen AS, Terboli Invest AS og Rodo Invest AS ikke ble valgt.

22. januar 2022 ble det i børsmelding på NTS' ticker varslet at NTS har mottatt krav om avholdelse av ekstraordinær generalforsamling for valg av styre. Det fremgår ikke av børsmeldingen hvem som fremsatte kravet.

23. januar 2022 ble det ført diskusjoner mellom Carnegie og SB1M (som Mowis finansielle rådgiver). Vi har fått opplyst at Mowi ønsket forhåndsaksept fra selgerne som skulle gi Mowi rett til å matche eventuelle høyere, konkurrerende bud. Dette ble avvist fordi man anså at å gi forhåndsaksept til Mowi ville kunne redusere andres interesse i å komme med et tilbud på aksjene i NTS, og budet på NOK 110 per aksje syntes for lavt til å etterkomme ønsket fra Mowi. De finansielle rådgiverne hadde kontinuerlig dialog frem til 13. februar 2022 for å få Mowi til å løfte prisen i «bytte» mot forhåndsaksept.

24. januar 2022 ble det i børsmelding på NTS' ticker varslet at Mowi hadde til hensikt å lansere frivillig tilbud på alle aksjene i NTS på NOK 110 per aksje, hvorav 50 % skulle gjøres opp i form av kontantvederlag og 50 % i Mowi-aksjer.

27. januar 2022 kl. 18:51 mottok Carnegie kjøpsordre fra Haspro AS for kjøp av aksjer i NTS fra henholdsvis Verdipapirfondet Alfred Berg Aktiv og Verdipapirfondet Alfred Berg Norge. Handelen ble deretter avtalt kl. 19:19. Det var løpende dialog mellom Carnegie og de nevnte fondene gjennom hele prosessen, men fondene ønsket ikke å slutte seg til noen av avtalene. Det var fondene som foreslo salg for å kunne bidra til å øke sannsynligheten for et bud på NTS. Carnegie foreslo 1 230 000 aksjer for fondene, fikk aksept for dette, og tilbød deretter disse til Haspro AS. Aksjekursen for NTS-aksjen var den 27. januar NOK 119. Avtalt pris mellom partene var NOK 125 per aksje.

28. januar 2022 ble Haspro AS' erverv gjennomført.

28. januar 2022 ble det i børsmelding annonsert innkalling til ekstraordinær generalforsamling i NTS 18. februar 2022 for valg av styre. Krav om styrevalg var fremsatt av Nils Williksen AS, Terboli Invest AS og Rodo Invest AS.

31. januar 2022 ble det i børsmelding på NTS' ticker annonsert at Tilbudet ikke vil bli fremmet. Bakgrunnen opplyses å være betingelsen om at det ikke skal ha vært annonsert et konkurrerende tilbud med høyere tilbudspris enn NOK 105 per aksje. Slik betingelse ble ikke lenger ansett å være oppfylt etter at Mowi annonserte sitt tilbud 24. januar 2022.

1. februar 2022 ble det inngått en tilleggsavtale (addendum) til mandatavtalen med Carnegie. Tilleggsavtalen forlenger varigheten til mandatavtalen og salgsbegrensningen til 1. mai 2022. Tilleggsavtalen er signert av Terboli Invest AS, Nils Williksen AS, Haspro AS, Rodo Invest AS, Vikna Invest AS, Andvari AS, Bergpro AS, Dolmen Invest AS, E.R. Dolmen Invest AS, Emilsen Fisk AS, H.G. Dolmen Invest AS, Leif-Oskar Olsvik, Linn-Karin Olsvik og Torbjørn Olsvik. Sammenlignet med mandatavtalen var dermed tilleggsavtalen ikke signert av Hans Martin Storø, Guntvedt Holding AS, Amble Investment AS eller Inger Aasebø Nilsen.

1. februar 2022 ble medsalgspliktavtalen av 12. januar 2022 erstattet med en ny avtale. Avtalen er lik som avtalen av 12. januar 2022, men den utvider medsalgsplikten til tilfeller hvor 2/3 av partene ønsker forhåndsakseptere bud (fremfor kun aksept av bud). Videre har avtalen en ny klausul om fordeling av kostnader og utgifter, herunder honorar til Thommessen. Avtalen kan tidligst sies opp 30. april 2022 og med fire ukers varsel. Avtalen er inngått mellom Terboli Invest AS, Nils Williksen AS, Haspro AS, Rodo Invest AS, Vikna Invest AS, Andavari AS, Bergpro AS, Dolmen Invest AS, E.R. Dolmen Invest AS, Leif-Oskar Olsvik, Linn-Karin Olsvik, Torbjørn Olsvik, H.G. Dolmen Invest AS og Emilsen Fisk AS.

12.-13. februar 2022 ble det ført parallelle forhandlinger mellom representanter for Haspro m.fl. bistått av Carnegie og Thommessen med henholdsvis SalMar bistått av Arctic Securities og BAHN, og med Mowi bistått av SB1M og Schjødt.

12. februar 2022 skal ha vært første konkrete forhandling mellom Haspro m.fl. og SalMar. Forhandlingene denne dagen skal ikke ha lyktes da SalMar ikke ønsket å akseptere NOK 125 per aksje. På kvelden foreslo Haspro m.fl. NOK 120 per aksje mot ugjenkallelige forhåndsaksepter.

13. februar 2022 kl. 14:56 informerte Carnegie SB1M om at Haspro m.fl. hadde valgt å gå for Mowis tilbud på NOK 116 per aksje og at man skulle starte innhenting av signaturer på gjenkallelige forhåndsaksepter og støtteerklæringer. Samme dag kl. 15:03 ble SB1M så informert om at det var mottatt et høyere bud fra SalMar, og at Haspro m.fl. trengte tid for å vurdere dette. Det skal ha blitt sendt flere tekstmeldinger mellom Carnegie og SB1M om prosessen. Blant annet ble det opplyst om at Haspro m.fl. ville ha et møte samme kveld kl. 21:00. SB1M skal ha gitt til uttrykk for at Mowi kan være villig til å øke sitt bud. Carnegie oppdaterte SB1M etter møtet om at man ikke hadde konkludert. Kl. 23:04 opplyste Carnegie i SMS at «*Det vurderes om man skal akseptere det andre budet i kveld/natt eller gå for Mowis pre-aksept. (...) Det forhandles med den andre parten og man er ikke enig med de p.t. Det kan tenkes at man blir det, da sender de melding i natt/morgen*».

14. februar 2022 kl. 06:35 skal Carnegie ha sendt følgende tekstmelding til SB1M: «*vi fikk ikke tatt en beslutning i går og til slutt måtte vi bare be folk om å ta noen timer på øyet. Vi starter på'n igjen snart med friskt mot. Dette er ikke avgjort. Jeg kontakter deg når jeg har noe å melde. Budskapet da er nok enten (i) vi går med dere på pris x (der x > 116) eller; (ii) vi har bestemt oss for å gå i en annen retning. Ringer straks jeg vet noe.*»

Vi har fått opplyst at Haspro m.fl. per morgenen 14. februar 2022 vurderte to alternativer for endelig beslutning: (i) et bud fra Mowi på NOK 116 per aksje, 50/50 kontant/aksjevederlag, men med krav om at det ikke kunne gis ugjenkallelige forhåndsaksept til noen andre, og forbehold om styregodkjenning og (ii) et bud fra SalMar på NOK 120 per aksje, 20/80 kontant/aksjevederlag, krav om ugjenkallelige forhåndsaksepter, og forbehold om konkurransegodkjenning med gjennomføringsplikt dersom godkjenning ikke er gitt innen 31. oktober 2022. Utdrag av mottatt beskrivelse fra Thommessen på vegne av Haspro m.fl. om forhandlingene følger: «*Det var noen forskjeller i budene, slik som for eksempel andelen aksjer i oppgjøret og*

*konkurranssegodkjenningprosessen. Det var en reell og til dels krevende diskusjon med de forskjellige selgende aksjonærene om hvilket alternativ som var det beste, men de valgte til slutt SalMars bud ut ifra en helhetsvurdering. Konsensus rundt dette valget ble til slutt overraskende tydelig, selv om det gjennom helgen syntes helt åpent hvor dette ville lande og så ut til å gå i Mowis retning frem til tidlig ettermiddag søndag, da SalMar kom tilbake med en bedre pris og ellers justerte noen av betingelsene sine. Etter at beslutningen om å gå for SalMars forslag var tatt, tidlig 14. februar, forsøkte Mowi å gjenåpne diskusjonene ved å indikere noe vilje til å heve ytterligere, men det ble aldri fremsatt noe konkret og dette kom uansett opp for sent.» Oslo Børs legger til grunn at både Mowi og SalMar opprinnelig ble presentert med NOK 130 som første forslag fra Haspro m.fl.*

14. februar 2022 ble det i børsmelding på NTS' ticker annonsert at SalMar skal fremsette et frivillig tilbud om å kjøpe alle utestående aksjer i NTS til NOK 120 per aksje hvorav 20 % vil være kontantvederlag og 80 % vil gjøres opp i form av aksjer i SalMar. Av børsmeldingen fremgår det at SalMar har mottatt forhåndsaksepter fra aksjonærer som eier ca. 23,6 % av utestående aksjer i NTS, og støtteerklæringer fra aksjonærer som eier ca. 26,5 % av utestående aksjer i NTS. Aksjonærene som hadde gitt ugjenkallelige forhåndsaksepter er Haspro AS, Vikna Invest AS, Andvari AS, Bergpro AS, Dolmen Invest AS, E.R. Dolmen Invest AS, Leif-Oskar Olsvik, Linn-Karin Olsvik, Torbjørn Olsvik, H.G. Dolmen Invest AS og Emilsen Fisk AS. Støtteerklæringer var mottatt av Nils Williksen AS, TerBoLi Invest AS og Rodo Invest AS. Forhåndsakseptene og støtteerklæringene ble gitt 14. februar 2022.

14. februar 2022 ble det i børsmelding på Mowis ticker annonsert at Mowis varslede intensjon om å fremme et frivillig tilbud på aksjene i NTS ikke vil bli gjennomført da betingelsene ikke lenger var oppfylt.

16. februar 2022 ble det i børsmelding på NTS' ticker annonsert at SalMar har mottatt ytterligere forhåndsaksepter til erstatning for støtteerklæringer, og at SalMar totalt har mottatt forhåndsaksepter fra aksjonærer som samlet eier ca. 50,1 % av aksjene i NTS.

18. februar 2022 ble det avholdt ekstraordinær generalforsamling i NTS. Styresammensetningen foreslått av valgkomiteen ble valgt. Slik styresammensetning består av nærstående til Nils Williksen AS, Terboli Invest AS, Rodo Invest AS og Haspro AS.

19. februar 2022 ble det i børsmelding på ticker for NRS og Frøy ASA («Frøy»), datterselskaper av NTS, annonsert at det var fremsatt krav fra NTS om ekstraordinær generalforsamling i NRS og Frøy for avholdelse av styrevalg. Styrevalg ble gjennomført henholdsvis 17. mars 2022 kl. 09:00 (NRS) og 23. mars 2022 (Frøy). I NRS ble valgkomiteens forslag til styresammensetning og valgkomité valgt, dog med en endring av medlem i valgkomiteen. I Frøy ble nytt styre ble valgt etter benkeforslag fra NTS. Det er ettertid gjennomført et ytterligere styrevalg i NRS. Det har i ettertid blitt fremsatt nytt krav om styrevalg, blitt avholdt styrevalg hvor forslaget ikke ble vedtatt, og deretter fremsatt ytterligere krav om styrevalg. Slike krav har blitt fremsatt av Amble Investment SA, Kavi AS, Vidar Øie Nilsen og Kari Øie Nilsen.

17. mars 2022 fremsatte SalMar sitt tilbud på aksjene i NTS etter at Oslo Børs godkjente tilbudsokumentet.

17. mars 2022 kl. 08:55 ble det i børsmelding på ticker for NRS publisert innkalling til ekstraordinær generalforsamling 7. april 2022 for vedtakelse av kapitalforhøyelser i forbindelse med inngått avtale om SalmoNor-transaksjonen for utstedelse av vederlagsaksjer i NRS. Forslaget ble nedstemt i slik generalforsamling.»

#### **4. Børsens vedtak**

Oslo Børs vurderer i vedtaket 25. mars 2022 om det forelå grunnlag for å konsolidere Haspro AS med resten av gruppen i Haspro m.fl. (jf. over) som «nærstående» den 27. januar 2022, da Haspro AS ervervet 1 230 000 aksjer i NTS. Per 23. mars 2022 eide Haspro AS alene 11 908 820 aksjer (9,47 %) i NTS. Dersom Haspro konsolideres med øvrige aktører i gruppen Haspro m.fl. den 27. januar 2022, utgjør deres samlede eierandeler ca. 50,10 % av utestående aksjer i NTS, som i så fall ville utløse tilbudsplikt. Børsen presiserer at det kan være relevant å se på omstendigheter i forkant og etterkant av ervervet, dersom dette kan belyse eventuelt samarbeid.

Til forberedelse av vedtaket mottok Oslo Børs uttalelser og anførsler fra en rekke aktører, se vedtaket punkt 3. Kommentarer, informasjon og/eller anførsler ble mottatt fra aksjonær i NTS Odd Reidar Øie ved advokatfirmaet Arntzen de Besche, fra Haspro m.fl. ved advokatfirmaet Thommessen, fra Mowi ASA ved advokatfirmaet Schjødt, fra aksjonær Hans Martin Storø og Guntvedt, og fra aksjonær Amble Investment AS ved advokatfirmaet Grette.

Børsen viser til verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5, særlig tillegget «herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres», som ble lagt til i verdipapirhandellovens regler om konsolidering med bakgrunn i direktiv 2004/205/EF om overtakelsestilbud («Takeover-direktivet»). Børsen viser til egen praksis (Vedtak og uttalelser 2013 punkt 5.3.4) der det er lagt til grunn en forståelse av Takeover-direktivet om at samarbeid for å oppnå kontroll med målselskapet og samarbeid for å forhindre en vellykket gjennomføring av et oppkjøpstilbud, er alternative konsolideringsgrunnlag. Børsen går videre gjennom kravet om at samarbeidet er «forpliktende», herunder forarbeider til nåværende og tidligere regelverk (NOU 1996: 2 og NOU 2005: 17). Også spørsmålet om bevisbyrde og beviskrav gjennomgås, og børsen viser til praksis som viser at børsmyndigheten har bevisbyrden for at det er grunnlag for konsolidering, samt at det er krav om alminnelig sannsynlighetsovervekt. Hvorvidt det foreligger «forpliktende samarbeid» må ifølge børsen vurderes konkret ut fra forholdene i det enkelte tilfellet.

Børsen vurderer først om det foreligger grunnlag for konsolidering av Haspro m.fl. som følge av «forpliktende samarbeid» når det gjelder «å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument», jf. verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5. Etter gjennomgang av forarbeider (NOU 1996: 2 og 2005: 17) og rettspraksis («Eastern Drilling», TOSLO-2007-39572 og LB-2008-27119 for henholdsvis tingrettsdommen og lagmannsrettsdommen), legger børsen til grunn at spørsmålet er om det har vært en felles, koordinert opptreden med sikte på å oppnå kontroll over NTS.

Børsen oppsummerer sine vurderinger slik (s. 21-22 i vedtaket):

«Som nevnt inneholder ingen av avtalene mellom Haspro m.fl. bestemmelser om utøvelse av rettigheter som eiere av aksjer i NTS eller annet som skulle tilsi felles utøvelse av kontroll. Det bemerkes også at enkelte av partene i avtalene har erklært seg ubundet av avtalene, og at dette har blitt akseptert av de øvrige partene. Selv om avtalene er bindende, tilsier handlingene at avtalene ikke er håndhevet som et «forpliktende» samarbeid mellom partene. Det fremstår heller ikke som at Haspro m.fl. har hatt en intensjon om å oppnå en posisjon for å utøve kontroll i fellesskap over NTS all den tid intensjonen har vært å selge sine respektive aksjer i NTS. Det kan ikke sies å ha vært tale om koordinert utøvelse av aksjonærrettigheter for å utøve kontroll over NTS.

Heller ikke senere omstendigheter tilsier at det forelå koordinert aksjonærrettighetsutøvelse for å ha kontroll over NTS på tidspunktet for Haspros erverv. Oslo Børs bemerker at hver av forhåndsakseptene som Haspro m.fl. har avgitt til SalMar 14. februar 2022 inneholder en inneståelse om å gjøre alt som

med rimelighet kan forventes for å bidra til å realisere SalMars formål med tilbudet, herunder også at ved eventuelt valg av styremedlemmer i NTS skal det søkes å velge et styre som ikke vil motarbeide tilbudet eller formålet med tilbudet. Det er ingenting som tilsier at slike inneståelser har blitt lovet på et tidligere tidspunkt, eller at det på tidspunktet for Haspro AS' erverv forelå tilsvarende avtaler med SalMar. Videre er slik inneståelse avgitt av den respektive aksjonær overfor SalMar. Selv om inneståelsene implisitt gjelder utøvelse av stemmerett, herunder ved valg av styre i NTS, må det avgjørende være at slik inneståelse er avgitt overfor SalMar i forbindelse med forhåndsaksept av tilbudet, at dette er avgitt etter Haspro AS' erverv og at det ikke er en rettighetsutøvelse som er avtalt mellom Haspro m.fl. med det formål å utøve kontroll over NTS. Det kan også vises til Borgarting lagmannsretts overskjønnssak LB-2019-89366 (Aurora-dommen) hvor det også var avgitt forhåndsaksept i forbindelse med et tilbud. Forhåndsakseptene inneholdt forpliktelse om at man ikke skulle «obstruct» budet fra tilbyder. Lagmannsretten uttalte at dette ikke kunne gi grunnlag for konsolidering, og at forpliktelsen «neppe gir uttrykk for mer enn det som følger av alminnelige regler om lojalitet i kontraktsforhold». Ordlyden i forpliktelsen er ikke helt likt som i foreliggende sak, men etter Oslo Børs' vurdering gir også inneståelsene i forhåndsakseptene avgitt til SalMar uttrykk for en slik lojalitetsplikt ovenfor SalMar.

Basert på den samlede ovenstående vurderingen finner ikke Oslo Børs det bevist med sannsynlighetsovervekt at det må antas at Haspro m.fl. på tidspunktet for Haspro AS' erverv hadde et forpliktende samarbeid om å gjøre bruk av rettigheter som eiere av aksjer i NTS.»

Børsen vurderer deretter om Haspro m.fl. skal konsolideres som følge av et «forpliktende samarbeid» ved at et tilbud vanskeliggjøres eller hindres. Også her redegjør børsen for relevante forarbeider (NOU 2005: 17 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007)) og rettspraksis («Eastern Drilling», jf. over). Børsen viser til Mowi ASAs annonsering av en intensjon om å fremme et frivillig tilbud 24. januar 2022, med mottak av førsteutkast til tilbudsdokumenter 31. januar 2022. 14. februar mottok børsen fjerde utkast til slike dokumenter, og samme dato annonserte SalMar ASA sin intensjon om å fremme et frivillig tilbud i NTS. Mowi annonserte deretter at tilbudet deres ikke ville bli fremmet som følge av at betingelsene for å fremme tilbudet ikke lenger forelå. Børsen legger til grunn at det er på det rene at Mowi gjorde et reelt fremstøt for å etablere kontroll over NTS på tidspunktet for Haspros erverv 27. januar 2022 og frem til børsmeldingen 14. februar 2022 om at det annonserte tilbudet ikke ville bli fremmet.

Børsen oppsummerer sine vurderinger av spørsmålet om Haspro m.fl. skal konsolideres som følge av at de har forsøkt å motvirke tilbud fra Mowi eller andre slik:

«Basert på det ovennevnte vurderer Oslo Børs at det ikke er mottatt informasjon eller dokumentasjon som tilsier at Haspro m.fl. har søkt å motvirke tilbud fra Mowi eller andre, herunder at de utgjorde en konsolidert gruppe på slikt grunnlag på tidspunktet for Haspro AS' erverv av aksjer. De etterfølgende omstendigheter styrker dette. Ettersom de avgjørende forhandlingene om valg av bud skjedde ca. 2 uker etter Haspro AS' erverv, fremstår det heller ikke som at Haspro AS' erverv ble gjort for å hindre eller vanskeliggjøre et bud. Av den fremlagte informasjonen og dokumentasjonen fremstår det som at man ønsket å kunne tilby en størst mulig aksjepost til en tilbyder for å få best mulig bud på aksjene i NTS. Det ble videre gjennomført parallelle forhandlinger med både SalMar og Mowi før aksjonærene fattet en beslutning om hvilket bud de anså best. Forhandlingene med Mowi var løpende gjennom januar og februar, og Mowi ble informert om at det var mottatt et høyere bud fra SalMar samt gitt oppdateringer om prosessen.

Basert på den samlede ovenstående vurderingen finner ikke Oslo Børs det bevist med sannsynlighetsovervekt at det må antas at Haspro m.fl. hadde et forpliktende samarbeid på tidspunktet for Haspro AS' erverv ved at et tilbud vanskeliggjøres eller hindres.»

Oslo Børs ble også anmodet om å vurdere om Haspro m.fl. hadde anledning til å trekke det frivillige tilbudet det var inngått avtale om å fremme 16. januar 2022. Børsen vurderer at tilbudet kunne trekkes, som følge av innholdet i børsmeldingen der tilbudet ble annonsert, holdt opp mot senere utvikling i saken, nærmere bestemt at Mowi og SalMar fremmet andre tilbud, som børsen konkluderer med at kan anses å være konkurrerende. Til anførsler om at usikkerheten ved tilbudene og betingelsene tilknyttet dem gjør at de ikke skal anses, konkurrerende, viser børsen til at betingelser for frivillige tilbud er ordinært, og også normalt alltid vil være en usikkerhet om frivillige tilbud gjennomføres.

På bakgrunn av disse konklusjonene så ikke børsen grunnlag for å konsolidere Haspro m.fl., og at Haspros erverv av aksjer 27. januar 2022 dermed ikke utløser tilbudsplikt.

## **5. Klagers anførsler**

Fra børsens vedtak i klageomgangen gjengis innholdet i klagers anførsler her (se klagevedtaket punkt 3.1):

Guntvedt anfører i klageomgangen for det første at enkeltstående oppkjøpssamarbeid, også uten avtaler om fremtidig aksjonærrettighetsutøvelse, faller innunder definisjonen av nærstående når verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5 leses i lys av Takeover-direktivet. Guntvedt mener forarbeidene som det er vist til innledningsvis i vedtaket punkt 5.1.1, ikke lenger gir uttrykk for gjeldende rett, se Bergo, Børs- og verdipapirrett 5. utgave (2021), s. 139-140.

Guntvedt anfører at Haspro AS' erverv av aksjer fra Alfred Berg [verdipapirfondene] er et eget konsolideringsgrunnlag siden det var et implisitt samarbeid om å kjøpe en kontrollerende andel mens Haspro m.fl. hadde et frivillig bud på alle aksjene i NTS. Guntvedt viser til en formulering i børsmeldingen 17. januar 2022 om hensikten om å fremme det frivillige tilbudet, der Guntvedt anfører at salg av aksjene i NTS bare var et alternativ, siden det også ble gitt uttrykk for et ønske om å forbedre eierstyringen og selskapsledelsen i NTS. Guntvedt mener videre sammenhengen mellom ervervet og innkallingene til generalforsamling, sett i lys av status i salgsprosessen, viser at formålet i alle tilfelle delvis var å oppnå kontroll på generalforsamlingen. Det bemerkes at det på generalforsamlingen 18. februar ble valgt nytt styre der et flertall var nærstående av Haspro m.fl., slik at Haspro m.fl. gjennom ervervet oppnådde positiv kontroll i NTS. Guntvedt anfører at det ble betalt en «kontrollpremie» ved ervervet, sammenlignet både med NTS' aksjekurs på tidspunktet samt SalMars tilbud, og viser til at Haspro m.fl. oppnådde kontroll ved ervervet. Guntvedt viser til at ervervet var fra et verdipapirfond som må antas å ville ha akseptert, om nødvendig forhåndsakseptere, et bud som var godt nok. Guntvedt anfører at Haspro m.fl. sitt ønske om kontroll derfor må antas å være hovedformålet bak ervervet.

Guntvedt anfører at det ikke kan legges særlig vekt på at det også skjedde en salgsprosess, siden det ikke var sikkert det ville oppnås enighet med en kjøper, og tilbudet fra SalMar var betinget av gjennomføringsbetingelser. Guntvedt mener det vil være enkelt å omgå tilbudspliktreglene om kontrollerverv kan skje bare det henvises til et ønske om å tilrettelegge for salg, og mener et slikt formål vanskelig kan sees å være relevant. Takeover-direktivet anføres å støtte tolkningen.

Guntvedt anfører at også øvrig opptreden gir et selvstendig grunnlag for konsolidering. Det vises til anførselene om koordinert opptreden inntatt i Oslo Børs' vedtak. Det vises til

bruk av fullmaktene, opplevelse av press for å utstede fullmakt og hvordan enkelte aksjonærer i Haspro m.fl. trakk påmeldinger til generalforsamlingen og heller ga fullmakt etter at medsalgspliktaftalen var inngått. Guntvedt mener det er sannsynlig at Haspro m.fl. har hatt en implisitt avtale om utøvelse av aksjonærrettigheter i NTS. Guntvedt erfarer at styresammensetningen i NTS og datterselskapene var omforent i Haspro m.fl. før generalforsamlingen 21. januar 2022 og at denne knyttet seg direkte til om de enkelte aksjonærene som styremedlemmene representerte, hadde inngått medsalgspliktaftalen. Guntvedt viser til at det er tilstrekkelig etter verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5 at «det må antas» at det foreligger et forpliktende samarbeid.

Guntvedt anfører at ervervet har blokkert andre fra å kunne kjøpe de aktuelle aksjene, og at forhåndsaksepter fra Haspro m.fl. til SalMar har blokkert andre fra å fremsette bud. Mowi ble hindret fra å fremsette et konkurrerende og bedre bud. Guntvedt viser til Mowis korrespondanse med Oslo Børs.

Etter at det ble valgt nytt styre i NTS 18. februar der Haspro m.fl. hadde oppnådd kontroll, har det også blitt fremsatt krav om styrevalg i datterselskapene NRS og Frøy, og NTS har i generalforsamlingen i NRS stemt mot gjennomføring av emisjon i forbindelse med SalmoNor-transaksjonen. Guntvedt viser til at det i SalMars tilbud, som er forhåndsgodkjent av Haspro m.fl., er stilt vilkår om at SalmoNor-transaksjonen ikke gjennomføres.

Guntvedt viser til at selv om Haspro m.fl. i børsmelding om Tilbudet 18. januar 2022 kun varslet at de «hadde til hensikt» å fremsette Tilbudet, offentliggjorde Haspro m.fl. i børsmelding 21. januar 2022 kl. 13:01:45 en presisering om at «frivillig tilbud skal fremsettes». Presiseringen kom etter generalforsamlingen i NTS 21. januar 2022.

Etter Guntvedts oppfatning foreligger det ikke noe grunnlag for at Børsklagenemnden skal tillate frivillig nedslag som erstatning for fremsettelse av pliktig tilbud, jf. og Borgarting lagmannsretts dom i Eastern Drilling-saken.

## **6. Anførsler fra Haspro m.fl.**

Fra børsens vedtak i klageomgangen gjengis her innholdet i anførslene fra Haspro m.fl. (se klagevedtaket punkt 3.2):

Alle avtalene, som for øvrig hadde kort varighet, er motivert av at de selgende aksjonærene skulle selge aksjer i NTS og oppnå en høyest mulig salgspris. Avtalene reflekterer etter Haspro m.fl. sitt syn dette formålet. Ingen av avtalene inneholdt bestemmelser om utøvelse av aksjonærrettigheter eller at aksjer skal erverves. Ingen ikke-skriftlige forpliktelser foreligger mellom partene. Haspro m.fl. anfører at alle aksjonærene har opptrådt som individuelle aksjonærer, og at det har formodningen mot seg at en så heterogen selgermasse skulle kunne etablere et forpliktende samarbeid uten eksplisitt å uttrykke partenes forpliktelser, særlig sett i lys av at de fant det nødvendig å skriftlig regulere pliktene i forbindelse med salgsarbeidet.

Til anførselen om at det har foreligget et «press» om å utstede fullmakt og stemme for forslaget til nytt styre, anfører Haspro m.fl. at et slikt «press» ikke gir mening om man samtidig mener det forelå et forpliktende samarbeid. Haspro m.fl. bestrider videre at de hadde blitt enige om felles stemmegivning. At Haspro m.fl. har stemt konsistent på generalforsamlingene som har vært avholdt over en kort periode er bare et uttrykk for at de ikke har endret oppfatning i sakene som var til behandling. Haspro m.fl. viser videre til at Guntvedt og Hans Martin Storø, tidligere parter i avtalene, ved sin stemmegivning åpenbart ikke oppfattet at avtalene har medført noen forpliktelse til å utøve aksjonærrettigheter. Haspro m.fl. anfører videre at dersom det hadde vært pågang mot klager om hvordan det skulle stemmes på generalforsamlingen så er slik enkeltstående, ikke-avtalebasert argumentasjon om hvordan det bør stemmes på kommende



generalforsamling uansett ikke tilstrekkelig grunnlag for konsolidering. Det vises til at konsolidering i så fall skulle forekommet hyppig i forbindelse med ulike «valgkamper» i forbindelse med generalforsamlinger.

Haspro m.fl. anfører å ha hatt en åpenbar interesse i at NTS fikk et styre som ikke ville søke å hindre eller vanskeliggjøre et tilbud på aksjene i NTS. Dette må sees på bakgrunn av blant annet at det tidligere styret i NTS arbeidet med en hasteemisjon i NTS. Også verdipapirfondet Alfred Berg stemte for valgkomiteens foreslåtte styre i generalforsamling for NTS 18. februar 2022, og det var altså ikke bare Haspro m.fl. som mente at det burde velges nytt styre.

Til klagers anførsel om at ervervssamarbeid er et alternativt grunnlag for konsolidering, mener Haspro m.fl. det er uklart hva som menes. Haspro m.fl. mener det vanskelig kan argumenteres for at det foreligger et oppkjøpssamarbeid uten at det samtidig eksisterer en avtale om å utøve aksjonærrettigheter. Haspro AS' erverv av aksjer i NTS var en beslutning truffet av Haspro AS uten medvirkning fra eller samarbeid med noen av de andre selgende aksjonærene. Ervervet ble gjort av Haspro AS med tanke på å selge aksjene til høystbydende. Haspro m.fl. har kun ønsket å selge aksjer. I disse salgsbestrebelsene ligger det som en nødvendig forutsetning at man ikke har hatt noe samarbeid med sikte på å vanskeliggjøre eller hindre et tilbud. Det er disses salgsinitiativ som har medført at det har blitt fremsatt tilbud.

Til anførselen om at Takeover-direktivet ikke kvalifiserer definisjonen av «personer som opptrer i fellesskap» til formålet bak ervervssamarbeidet, viser Haspro m.fl. til ordlyden i direktivet.

Til spørsmålet om det har foreligget et forhindrings-samarbeid, gir Haspro m.fl. uttrykk for at de ikke er enige i at det er sannsynliggjort at Mowi ville komme med et høyere tilbud enn SalMar.

Haspro AS anfører at det har foretatt frivillig nedsalg ved å ha akseptert tilbudet fra SalMar, jf. verdipapirhandelloven § 6-1, jf. § 6-9. At oppgjøret finner sted på et senere tidspunkt anføres ikke å endre på det. Haspro m.fl. er ikke enig i at Haspro AS vil ha tapt sin rett til å foreta et nedsalg, fordi Eastern Drilling-saken anføres å ha et vidt forskjellig faktum sammenlignet med herværende sak.

## **7. Børsens vurderinger i klageomgangen**

Børsen vurderer først anførsler fremsatt om i hvilken grad eldre forarbeider fortsatt er relevante, som følge av uttalelser i juridisk teori. Etter en gjennomgang av aktuelle forarbeider og den juridiske teorien (Knut Bergo, Børs- og verdipapirrett, 5. utgave, 2021, på s. 139-140) det er vist til, mener Oslo Børs det ikke nødvendigvis er motstrid med det som fremføres i teorien og det som fremgår av forarbeidene eller praksis. Børsen viser til at både forarbeidene og Bergo vektlegger samarbeidets hensikt, herunder om å oppnå kontroll over målselskapet eller å vanskeliggjøre et konkurrerende bud. Børsen skriver bl.a. følgende:

«(...) Videre knytter Bergos uttalelse om «utøvelse av aksjonærrettigheter» seg, etter Oslo Børs' forståelse, til en tolkning av ordlyden til henholdsvis Takeover-direktivet og verdipapirhandelloven § 2-5. Han uttaler at enkelte typer enkeltstående samarbeid, uten hensyn til om man har avtaler om «utøvelse av aksjonærrettigheter» som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-5, faller innenfor *direktivets* definisjon. Videre angir han at en *direktivkonform* tolkning av verdipapirhandelloven § 2-5 hjemler to alternative grunnlag, herunder 1) forpliktende samarbeid om bruk av aksjonærrettigheter og 2) enkeltstående samarbeid for å vanskeliggjøre tilbud «i tråd med direktivets definisjon». Oslo Børs har i sin praksis, som også nevnt i Vedtaksbrevet, ved tolkningen av den

norske lovteksten og forarbeidene lagt til grunn forståelsen i Takeover-direktivet om at det er tale om to alternative konsolideringsgrunnlag. Det vises i den forbindelse til Vedtak og uttalelser 2013 punkt 5.3.4 (Copeinca ASA) under sakens punkt 2 fjerde siste avsnitt. Hovedforskjellen på de alternative konsolideringsgrunnlagene er at det ved samarbeid for å oppnå kontroll er nødvendig med en form for utøvelse av aksjonærrettigheter, mens det ved forhindringssamarbeid ikke er det. Bakgrunnen for dette er at felles kontroll kun kan oppnås ved utøvelse av aksjonærrettigheter, mens forhindring av et bud kan oppnås uten slik utøvelse. Det samme synspunktet med hensyn til kontrollsamarbeid er fremmet i Arne Tjaum (2014), Tilbudspålagt ved oppkjøp, s. 80.

Når det gjelder alternativet om forpliktende samarbeid om bruk av aksjonærrettigheter, herunder for å oppnå kontroll over målselskapet, kan det også bemerkes at ordlyden av kontroll, sett i lys av hensynene bak tilbudspålagreglene, implisitt bærer preg av et bredere eller mer langsiktig samarbeid. For å kunne si at to eller flere parter i fellesskap har eller søker å ha kontroll over et selskap, er det nødvendig at slike parter faktisk utøver eller søker å utøve kontroll i fellesskap, herunder utøver eller søker å utøve aksjonærrettigheter i fellesskap. Et enkeltstående samarbeid som ikke innebærer å oppnå kontroll (eller å vanskeliggjøre et bud) vil heller ikke omfattes av Takeover-direktivets ordlyd.

Basert på det ovennevnte kan ikke Oslo Børs se at Guntvedts anførsel om lovtolkningen endrer de juridiske utgangspunkter for vurderingen. Basert på dette vil den nærmere vurderingen ikke skille mellom enkeltstående ervervsamarbeid og øvrig opptreden som to selvstendige konsolideringsgrunnlag. Vurderingen blir om det foreligger objektive forhold som gjør at man må anta at Haspro m.fl. hadde et forpliktende samarbeid i henhold til tilbudspålagreglene på tidspunktet for Haspro AS' erverv, også sett i lys av opptredenen i forkant og etterkant av ervervet. Herunder blir vurderingen om Haspro m.fl. har søkt å oppnå kontroll over NTS eller å vanskeliggjøre eller hindre bud på NTS.»

Børsen vurderer klagers anførsler om at det foreligger et forpliktende samarbeid når det gjelder å gjøre bruk av rettigheter som eier av et finansielt instrument. Klagers anførsel viser til formuleringer i børsmelding 17. januar 2022 der hensikten med å fremme et tilbud ble annonsert. Til disse bemerker børsen at formuleringer om eierstyring og selskapsledelse isolert sett kan leses slik at Haspro m.fl. ønsket å komme i en posisjon til å påvirke eierstyring og selskapsledelse i NTS, men at de lest i sammenheng med resten av avsnittet og avtalene mellom Haspro m.fl. også kan tilsi at man ønsket at nye eiere skulle komme i en slik posisjon. Dette inkluderer at Tilbudet var ment for å ivareta både interessene til Haspro m.fl. om å selge seg ut av NTS og ønsket om at NTS skal drives videre av nye eiere. Børsen mener klagen ikke gir ny informasjon som gir grunn til å endre på vurderingene i vedtaket, og viser til at det i lengre tid har vært uenighet blant NTS' aksjonærer om styresammensetning og ledelse i NTS. Når avtalen utelukkende gjelder prosessen rundt Tilbudet og ikke har bestemmelser om fremtidig forvaltning av NTS i form av strategi, drift, styrerepresentasjon, ledelse mv., mener børsen det er mest nærliggende å anta at formuleringen i børsmeldingen av 17. januar 2022 er ment å gi uttrykk for et ønske om at NTS skal drives videre av nye eiere, selv om det har vært et ønske om å skifte ut styret i forkant av et salg.

Til anførselen om at Haspro AS' erverv var en beslutning truffet av Haspro AS alene og med sikte på å selge til høystbydende, bestrider ikke børsen dette, men viser også til vedtaket s. 18-19 om at Thommessen på vegne av Haspro AS og Carnegie opplyste at bakgrunnen for ervervet var å sikre over 50 % av aksjene i NTS. Basert på dette

vurderer Oslo Børs fortsatt at ervervet var et koordinert erverv, selv om det var Haspro AS' beslutning.

Til klagers anførsler om Takeover-direktivets krav til formål om kontroll ved ervervssamarbeid, viser Oslo Børs til at direktivet eksplisitt sier samarbeidet må være «aimed (...) at acquiring control», og dermed må ha et formål. Til anførselen om at det på ervervstidspunktet ikke var sikkert at man ville oppnå en enighet med en kjøper, og at gjennomføringen av SalMars bud er betinget av en rekke gjennomføringsbetingelser, bemerker børsen at det imidlertid er formålet på ervervstidspunktet som er av betydning.

Til klagers anførsler om mulighetene for å omgå tilbudspliktreglene, bemerker Oslo Børs at anførselen forutsetter at det foreligger grunnlag for konsolidering slik at det respektive ervervet faktisk er et kontrollerverv. Børsen gjentar at enhver konsolideringsvurdering vil bero på en konkret vurdering av de faktiske forhold.

Guntvedts anførsel om at også aksjeposten som Haspro AS ervervet var en kontrollerende aksjepost gitt den eierandelen Haspro m.fl. allerede kontrollerte, bemerker børsen at anførselen forutsetter at det allerede foreligger grunnlag for konsolidering, herunder at Haspro m.fl. i fellesskap hadde kontroll.

Oslo Børs sier seg enig i at det kan antas at et verdipapirfond vil akseptere (ev. forhåndsakseptere) bud fondet vurderer som godt nok. Det vises til at det kan være bakgrunnen for at fondene ikke ønsket å slutte seg til mandatavtalen med Carnegie og de øvrige avtalene, herunder for ikke å binde seg til en salgsprosess før det forelå en konkret tilbudspris å vurdere. Børsen mener imidlertid at verdipapirfondenes investeringsstrategi og vurderinger i den forbindelse imidlertid ikke belyser Haspro AS' formål med sitt erverv av aksjer fra slike verdipapirfond.

Guntvedt har videre påpekt at Haspro AS' erverv skjedde samtidig som Haspro m.fl. gjennom en særskilt «Tilbyder» hadde et frivillig bud på aksjene i NTS. Intensjonen om å fremme et frivillig tilbud på NTS gjennom Tilbyder ble trukket mandag 31. januar 2022, altså to handelsdager etter at Haspro AS' erverv ble avtalt. Børsen bemerker at det at slik intensjon ikke var trukket på ervervstidspunkt, isolert sett kan tilsa at ervervet ble gjort i forbindelse med Tilbudet. I henhold til avtalen av 16. januar 2022, som gjaldt Tilbudet og etableringen av Tilbyder, kunne Haspro m.fl. ikke akseptere Tilbudet. Haspro m.fl. skulle imidlertid eie Tilbyder, slik at Haspro m.fl. og Tilbyder potensielt kunne anses som en konsolidert gruppe og i så fall kunne ha kontroll over NTS i fellesskap. Børsen mener imidlertid de etterfølgende omstendighetene, herunder at intensjonen om å fremme Tilbudet ble trukket kort tid etter ervervet, og at avtalene mellom Haspro m.fl. uttrykker en intensjon om å selge aksjer i NTS, tilsier at ervervet ikke var gjort med formål om å oppnå kontroll over NTS.

Oslo Børs er i utgangspunktet enig i Haspro m.fl. sin anførsel om at det har formodningen mot seg at en heterogen selgermasse skulle etablere et forpliktende samarbeid uten ytterligere skriftliggjøring av pliktene, men bemerker at enhver vurdering av forpliktende samarbeid må være helhetlig og se på sammenhengen for å vurdere om det er forhold som tilsier at det foreligger en implisitt avtale om utøvelse av aksjonærrettigheter. Guntvedt anfører at sammenhengen mellom Haspro AS' erverv og innkallingene til generalforsamling, hensyntatt status i salgsprosessen, viser at formålet med ervervet i alle tilfelle delvis var å oppnå kontroll på generalforsamlingen. Til dette viser børsen til vurderingene i vedtaket, på s. 19, om de ulike innkallingene til generalforsamling for styrevalg. Børsen gjentar at formålet med Haspro AS' erverv, i tillegg til et ønske om å tilby en majoritetspost i NTS til en tilbyder, fremstår å være et ønske om å velge nytt styre i NTS, noe det etter børsens vurdering er tydelig av forarbeidene ikke i seg selv bør begrunne konsolidering etter tilbudspliktreglene.

Børsen kommenterer også bruken av felles fullmektig for Haspro m.fl., som både klager og Haspro m.fl. har kommentert. Børsen kan ikke se at klagers anførsel er dokumentert og bemerker også at en aksjonær når som helst kan kalle tilbake en fullmakt etter allmennaksjeloven § 5-2 (2), og at verken medsalgspliktavtalen eller øvrige avtaler inneholdt regulering av utøvelse av aksjonærrettigheter, herunder stemmeforpliktelse. For børsen fremstår fortsatt fullmaktene begrunnet i praktiske hensyn og ikke som en avtale mellom Haspro m.fl. om stemmeforpliktelse.

At partene faktisk stemte likt (gjennom instruks til fullmektig), tilsier at partene hadde likt syn på saken. Haspro m.fl. angir at dette blant annet må sees i sammenheng med at disse aksjonærene hadde et ønske om å selge sine aksjer i NTS, og at man opplevde at det tidligere styret gjennom arbeid med en emisjon til fordel for andre aksjonærer ville søke å hindre eller vanskeliggjøre et tilbud på aksjene i NTS. Uavhengig av om det tidligere styret faktisk hadde slik intensjon, legger Oslo Børs til grunn at det har vært uenigheter på aksjonærnivå i NTS, med ulike «grupperinger». Dette har foregått i forkant av, parallelt med og i ettertid av salgsprosessen og Haspro AS' erverv av aksjer. Oslo Børs vurderer fortsatt at sammenhengen mellom Haspro AS' erverv, styrevalgene og salgsprosessen tilsier at formålet med ervervet fremstår å være et ønske om å velge nytt styre i NTS og å kunne tilby en majoritetspost til en potensiell interessent, fremfor at partene har hatt en implisitt avtale om utøvelse av aksjonærrettigheter for å oppnå eller utøve kontroll.

Når det gjelder generalforsamlingen 21. januar 2022, anfører Guntvedt at styresammensetningen i NTS og dets datterselskaper var omforent i Haspro m.fl. før generalforsamlingen ble avholdt, og at denne knyttet seg direkte til hvorvidt de enkelte aksjonærene som styremedlemmene representerte hadde inngått medsalgspliktavtalen. Oslo Børs kan ikke se at anførselen er forklart nærmere, og vurderer at det heller ikke er fremlagt dokumentasjon for eller informasjon som tilsier dette.

Børsens vurdering er at det ikke er fremkommet nye anførsler eller ny dokumentasjon som gir grunn til å endre vurderingene i vedtaket av at det ikke forelå et forpliktende samarbeid om å gjøre bruk av rettigheter som eiere av aksjer i NTS.

Børsen vurderer deretter anførselene om spørsmålet om det foreligger et samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres.

Oslo Børs mener det ikke er fremkommet ny informasjon eller dokumentasjon i Klagen som indikerer at det forelå omstendigheter på ervervstidspunktet som tilsier at Haspro m.fl. søkte å hindre Mowi eller andre i å fremsette bud. Børsen viser til vurderingene i vedtaket s. 22-24. Børsen poengterer at korrespondansen Guntvedt viser til beskriver forholdene 12.-14 februar, altså etter Haspro AS' erverv, men før noe bud var forhåndsakseptert. Det vises også til at SB1M, Mowis finansielle rådgiver, forventet at Mowi kunne tilby en høyere tilbudspris og at SB1M ble løpende oppdatert etter at SalMars bud var mottatt. Mowi hadde derfor etter børsens vurdering et incentiv for å inngi et høyere bud før endelig valg av bud ble tatt, uten at det ble gjort.

Til Guntvedts anførsler om at forhåndsakseptene fra Haspro m.fl. til SalMar har blokkert andre fra å fremsette bud, viser børsen til at Haspro AS' erverv ble avtalt 27. januar 2022, mens forhandlingene med SalMar startet først helgen 12.-13. februar 2022. Forhåndsakseptene ble avgitt 14. februar 2022. Børsen mener det ikke er fremkommet ny informasjon eller dokumentasjon som tilsier at det forelå avtaler med SalMar på tidspunktet for Haspro AS' erverv. Børsen viser til vurderingen i vedtaket s. 24-25.

Børsen vurderer også Guntvedts anførsler rundt styrevalgene i NRS og Frøya og sammenhengen med SalmoNor-transaksjonen og betingelsen for SalMars tilbud. Børsen

viser til vedtaket s. 22, der Oslo Børs vurderer at inneståelsen i fullmaktene om at man skal gjøre alt som med rimelighet kan forventes for å bidra til å realisere SalMars formål med tilbudet, ikke gir uttrykk for mer enn alminnelig lojalitetsplikt i kontraktsforhold. Det vises i den forbindelse til Aurora-dommen, som omtalt i vedtaksbrevet s. 22, hvor lagmannsretten vurderte at forpliktelse om å ikke «obstruct» budet fra tilbyder, som fremkom av avgitt forhåndsaksept i den konkrete saken, «neppe gir uttrykk for mer enn det som følger av alminnelige regler om lojalitet i kontraktsforhold». I lys av dette vurderer Oslo Børs at hverken avgivelsen av forhåndsakseptene 14. februar 2022 eller etterlevelsen av dem kan begrunne at det forelå forhindringssamarbeid på tidspunktet for Haspro AS' erverv.

Børsen mener det ikke er fremkommet andre nye anførsler eller ny dokumentasjon i klagen. Oslo Børs vurderer fortsatt at det ikke er mottatt informasjon eller dokumentasjon som tilsier at Haspro m.fl. har søkt å hindre eller vanskeliggjøre tilbud fra Mowi eller andre, herunder at de utgjorde en konsolidert gruppe på slikt grunnlag på tidspunktet for Haspro AS' erverv av aksjer. De etterfølgende omstendigheter styrker dette, og børsen viser til oppsummeringen i vedtaket s. 25-26. Ettersom de avgjørende forhandlingene om valg av bud skjedde ca. to uker etter Haspro AS' erverv, fremstår det heller ikke som at Haspro AS' erverv ble gjort for å hindre eller vanskeliggjøre et bud. Børsen finner fortsatt ikke at det er bevist med sannsynlighetsovervekt at det foreligger objektive forhold som gjør at man må anta at Haspro m.fl. hadde et forpliktende samarbeid på tidspunktet for Haspro AS' erverv ved at et tilbud vanskeliggjøres eller hindres.

Børsen har oppfattet det slik at det i klagen bes om en ny vurdering av hvorvidt Haspro m.fl. kunne trekke sin intensjon om å fremme tilbudet. Det er vist til børsmeldingene 17. og 21. januar 2022, der sistnevnte inneholdt en presisering av førstnevnte. Oslo Børs vurderer at slik presisering ikke endrer vurderingen av om Haspro m.fl. kunne trekke sin intensjon om å fremme Tilbudet. Hovedvilkårene for Tilbudet som presentert i børsmeldingen 17. januar 2022, herunder blant annet at et konkurrerende tilbud med høyere tilbudspris ikke skal være annonsert, ble ikke endret av børsmeldingen 21. januar 2022. Mowis og SalMars annonsering om tilbudsintensjon må fortsatt anses som konkurrerende tilbud med høyere tilbudspris enn i Tilbudet, og en av gjennomføringsbetingelsene for Tilbudet var dermed ikke lenger oppfylt. Børsen viser til vedtaket s. 26-27. Etter børsens vurdering kunne dermed Haspro m.fl. trekke sin intensjon om å fremme Tilbudet.

## **8. Senere merknader i klagesaken**

Haspro m.fl. og Guntvedt er gitt anledning til å uttale seg om børsens vedtak om å opprettholde det opprinnelige vedtaket samt hverandres merknader. Børsen fikk anledning til å uttale seg om merknadene fra partene. Nedenfor gjengis de deler av merknadene som inneholder nye momenter.

I merknader 13. mai 2022 understreker Guntvedt at de mener det etter implementeringen av Takeover-direktivet ikke er krav om «et mer langsiktig samarbeid» for at det skal foreligge grunnlag for konsolidering, og viser til klagens nærmere omtale. Guntvedt mener Haspro AS' erverv helt eller delvis var begrunnet i å oppnå kontroll på generalforsamlingen i NTS og dermed også styret. Om hensikten var å ha kontroll i kortere eller lengre tid, eventuelt overføre denne til en tilbyder, er etter Guntvedts syn av underordnet betydning. Guntvedt gjentar at det på tidspunktet for ervervet ikke forelå et tilbud som Haspro m.fl. var forberedt på å akseptere.

Haspro m.fl. ga merknader til klagen 12. mai 2022. Først gis noen kommentarer om behandlingen av forslaget om rettet emisjon i NRS. Til dette bemerker Haspro m.fl. at NTS stemte mot emisjonsforslaget fordi tilbudsperioden for SalMars frivillige tilbud om kjøp av aksjene i NTS på det tidspunktet ikke var utløpt. Det følger av

verdipapirhandelloven § 6-17 at et målselskaps handlefrihet i forbindelse med et frivillig eller pliktig tilbud er begrenset inntil tilbudsperioden er utløpt og resultatet av tilbudet er klart. Haspro m.fl. anfører at NTS derfor ikke lovlig kunne stemme for emisjonsforslaget, fordi det ville medføre «utstedelse av aksjer eller andre finansielle instrumenter av selskapet eller av et datterselskap», jf. verdipapirhandelloven § 6-17 (1) nr. 1. Det er i loven ikke oppstilt unntak for gjennomføring av inngåtte avtaler, og transaksjonen er ikke en del av selskapets normale løpende forretningsdrift, jf. verdipapirhandelloven § 6-17 (2).

Haspro m.fl. presiserer at de er uenig i børsens omtale av Haspro AS' erverv som «koordinert» - Haspro AS anføres å ha tatt beslutningen alene, uten planlegging, avtale eller annen koordinering med andre aksjonærer i NTS.

Til dette ga Guntvedt merknader 20. mai 2022. Til NTS' håndtering av prosessen rundt salget av SalmoNor og emisjonen i NRS, kommenterer Guntvedt at dette ikke er av avgjørende betydning for spørsmålet om konsolidering, men anføres å vise omfanget av endringer som er iverksatt som følge av at Haspro m.fl. valgte flertallet i styret i NTS. Klager bemerker at kontrollen i NTS som Haspro m.fl. har oppnådd, imidlertid er tilknyttet aksjeflertallet som ble oppnådd som følge av Haspro AS' erverv (inkludert utskifting av styret i NTS).

Guntvedt bemerker at avtalen om salg av aksjene i SalmoNor ble inngått både før tilbudet fra SalMar ble fremmet, men også før tilbudet fra Haspro m.fl.

Til merknadene fra Haspro m.fl. om lovligheten av emisjonen, mener klager at gjennomføring av en avtale inngått før tilbudet ble inngitt faller innenfor unntaket for disposisjoner som er en del av selskapets normale løpende forretningsdrift, jf. verdipapirhandelloven § 6-17 (2). Det anføres å være en del av normal drift å gjennomføre eksisterende avtaler, og gitt den avveining mellom selskapets og budgivers / selgende aksjonærers interesser som verdipapirhandelloven § 6-17 hviler på, er det ikke naturlig at inngivelse av et tilbud skulle hindre selskapet fra å gjennomføre en kjent avtaleforpliktelse og potensielt pådra seg misligholdsansvar ovenfor en kontraktsmotpart. Guntvedt viser i den forbindelse til Knut Bergos note 109 i kommentarer til verdipapirhandelloven på Rettsdata.

Til Haspro m.fl. sine merknader om at det ikke forelå planlegging, avtale mv. om ervervet mellom Haspro AS og andre aksjonærer, viser Guntvedt til at børsen i vedtaket fant at ervervet var koordinert mellom Haspro m.fl. og fasilitert av Carnegie som også var finansiell rådgiver for Haspro m.fl. Gitt at Vite Invest AS, Nils Williksen AS og Rodo AS alle var nærstående av styremedlemmer i NTS (som var i «rød periode» på grunn av kvartalstall) bemerker Guntvedt at det kun var Haspro AS av de større aksjonærene i gruppen som hadde anledning til å erverve aksjer. Guntvedt sier det fremstår som usannsynlig at det ikke forelå noen koordinering med hensyn til ervervet mellom Haspro m.fl. gitt at ervervet delvis hadde som formål å besørge at Haspro m.fl. fikk flertall på generalforsamlingen i NTS og de rådende omstendighetene når aksjekjøpet ble avtalt og gjennomført. Guntvedt bemerker at slik koordinering kan være implisitt, og som følge av Carnegie sin fasilitering av aksjekjøpet. Carnegie var og er finansiell rådgiver for Haspro m.fl. og må etter Guntvedts syn antas å ha vært tungt involvert i de strategiske diskusjonene innad i gruppen. Guntvedt mener derfor Oslo Børs' beskrivelse av kjøpet fremstår som riktig.

Til dette ga Haspro m.fl. merknader 23. mai. Først anfører Haspro m.fl. at spørsmålet om hvordan SalMars tilbud om kjøp av alle aksjene i NTS begrenset NTS' handlefrihet under verdipapirhandelloven § 6-17 (2) ikke er relevant for saken på annen måte enn at klager har benyttet det faktum at NTS stemte mot den rettede emisjonen som et argument for konsolidering. Haspro m.fl. understreker videre at de er sterkt uenige i Guntvedts

tolkning av verdipapirhandelloven § 6-17 (2), og anfører i den forbindelse at gjengivelsen av kommentaren fra Rettsdata ikke er korrekt. Haspro m.fl. anfører at kommentaren forutsetter at det foreligger en emisjon der aksjonærene har fortrinnsrett i tråd med allmennaksjelovens prinsipper, mens det i NRS dreide seg om en rettet emisjon. Haspro m.fl. synes også å stille spørsmålstegn ved rettskildevekten av slike kommentarer.

Selv om spørsmålet knyttet til Haspro AS' erverv ikke er avgjørende for avgjørelsen av konsolideringsspørsmålet, ønsker Haspro m.fl. likevel å gjøre Børsklagenemnden oppmerksom på at Haspro AS selv har foretatt relevante vurderinger knyttet til erverv av aksjer, har selv finansiert kjøpesummen og selv bærer all risiko for prisutviklingen på aksjene. At handelen har vært gjort med Carnegie som mellommann endrer ikke dette faktum.

## **9. Børsklagenemndens bemerkninger**

### **9.1 Innledning**

Spørsmålet i saken er om det er grunnlag for å konsolidere flere aksjonærer i NTS ASA. Klager har gjort gjeldende at det både foreligger et forpliktende samarbeid om å gjøre bruk av rettighetene som eier av aksjer i NTS og et samarbeid om å vanskeliggjøre eller hindre et tilbud.

### **9.2 De sentrale faktiske forholdene**

Børsens vedtak gir en utfyllende redegjørelse for de faktiske forhold. Disse er i hovedsak uomtvistet, men det er uenighet om hva man kan slutte ut fra saksforholdet. Børsklagenemnden vil fremheve de følgende forhold som særlig relevante ved de vurderingene nemnden må gjøre:

Mandatavtalen som Haspro og flere andre aksjonærer i NTS inngikk med Carnegie hadde som uttrykt formål å selge aksjonærenes aksjer i NTS. Det er et uttalt mål i avtalen at den skal omfatte aksjonærer som samlet eier mer enn 50 prosent av aksjene i NTS. Det fremstår som klart at dette skyldes at man anså det som fordelaktig å kunne tilby en kjøper en majoritetspost i selskapet.

Den 12. januar 2022 inngikk Haspro og flere andre aksjonærer i NTS – i stor grad de samme som hadde inngått mandatavtalen med Carnegie – en medsalgspliktavtale. Avtalen forplikter partene til å selge sine aksjer i NTS, dersom parter som representerer minst to tredjedeler av partenes aksjer i NTS, ønsker å akseptere et bud på aksjene i NTS. For øvrig inneholder ikke avtalen noen forpliktelser på partene om hvordan de skal opptre som aksjonærer i NTS.

De samme partene inngikk 16. januar 2022 en avtale der det uttalte formålet er at partene – gjennom et selskap som skal etableres – skal fremsette et frivillig tilbud på alle aksjene i NTS som ikke eies av partene. Tilbudsprisen ble fastsatt til NOK 105 per aksje. Avtalen inneholder en rekke forbehold, blant annet at tilbudet kan trekkes tilbake dersom det blir annonsert et konkurrerende, høyere tilbud. I en børsmelding dagen etter – 17. januar 2022 – varsles markedet om at aksjonærene «har til hensikt» å fremsette et frivillig kontanttilbud om å kjøpe alle aksjene i selskapet. Videre står det:

Rasjonalet for Tilbudet er å søke å beskytte og videreutvikle aksjeverdier i NTS ved å videreføre sondering av alternativer for Selskapets aksjonærer, herunder å selge aksjene. Aksjonærene ønsker videre å forbedre eierstyringen og selskapsledelsen i Selskapet.

I en børsmelding 21. januar 2022 viser aksjonærene til børsmeldingen fra 17. januar 2022 og det uttales at for «å unngå tvil om hva som menes med at man «har til hensikt»

å fremsette et frivillig tilbud, presiseres at et frivillig tilbud skal fremsettes på de hovedvilkår som fremgår av Børsmeldingen».

Carnegie hadde i januar 2022 kontakt med Mowi om mulig salg av aksjene til Haspro m. fl. Den 24. januar 2022 varslet Mowi i en børsmelding at de hadde til hensikt å lansere et frivillig tilbud på alle aksjene i NTS til NOK 110 per aksje.

Den 28. januar 2022 gjennomførte Haspro et kjøp av 1 230 000 aksjer i NTS til en pris av NOK 125 per aksje.

I børsmelding 31. januar 2022 varslet Haspro m. fl. at det frivillige tilbudet de hadde annonsert tidligere i januar, ikke ville bli fremmet. Det ble vist til at Mowi hadde fremmet et konkurrerende tilbud med høyere tilbudspris.

I februar forhandlet Haspro m. fl. både med Mowi og SalMar om å selge aksjene i NTS. Forhandlingene endte med at Haspro m. fl. ga forhåndsaksepter og støtteerklæringer til SalMar. SalMar varslet i børsmelding 14. februar 2022 om dette og om at de ville fremsette et frivillig tilbud om å kjøpe alle aksjene i NTS.

Det samlede saksforholdet viser etter Børsklagenemndens oppfatning at formålet til Haspro m. fl. gjennom hele prosessen, var å selge sine aksjer i NTS. Alle avtaler som ble inngått skulle legge til rette for at dette overordnede målet skulle oppnås. Det forhold som tilsynelatende kan stå i motsetning til dette, er varselet som ble sendt ut 17. januar 2022 – og forsterket 21. januar – om at man ville fremsette et frivillig tilbud om å kjøpe alle aksjene i selskapet. Børsklagenemnden kommer tilbake til dette forholdet nedenfor.

### **9.3 Nærmere om lovgrunnlaget**

Verdipapirhandelloven § 6-1 (1) om tilbudsplikt ved erverv av aksjer lyder slik:

«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 verdipapirhandelloven § 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.»

Verdipapirhandelloven § 6-5 første ledd om konsolidering lyder slik:

«I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5. Tilbudsplikt inntreer uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående som nevnt i § 2-5. Ved vurderingen av om det inntreer gjentatt tilbudsplikt regnes tilbud som tidligere er fremsatt av nærstående som nevnt i § 2-5, like med en erververs tidligere fremsatte tilbud.»

Verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5 om nærstående lyder slik:

«Som noens nærstående menes:

(...)

5. noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres.»



Verdipapirhandelloven 1997 § 1-4 nr. 5 hadde en nærstående-definisjon som i hovedsak samsvarer med dagens lov, med unntak for at loven fra 1997 ikke inkluderte tillegget om å vanskeliggjøre eller hindre et tilbud. I NOU 1996: 2 side 114-115 forutsettes det at det er de mer langsiktige former for samarbeid som bør begrunne konsolidering. Det utelukkes imidlertid ikke at også et kortsiktig samarbeid «etter omstendighetene [kan] være tilstrekkelig til at hensynene bak tilbudspliktreglene gjør seg gjeldende». Det legges også til grunn at «et samarbeid kun med sikte på selve ervervet, ikke bør kunne medføre konsolidering». I den sammenheng uttrykkes det at ikke enhver samordnet bruk av aksjonærrettigheter vil gi grunnlag for konsolidering. Som eksempel nevnes «samordnet opptreden i en generalforsamling med sikte på f.eks. skifte av styret».

Verdipapirhandelloven 2007 skulle blant annet implementere Rådskonferansedirektiv 2004/25 om overtakelsestilbud («Overtakelsesdirektivet»). I Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) side 367 står det om dette:

Når det gjelder bestemmelsen i vphl. § 1-4 nr. 5 om konsolidering mellom aksjeeier og «noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument», foreslår utvalget ingen endring i gjeldende rett. Etter direktivet art. 5(1) skal det konsolideres i tilfeller erverver opptrer i forståelse med («persons acting in concert»). Dette begrepet er definert i direktivets art. 2 (1) bokstav (d):

««persons acting in concert» shall mean natural or legal persons who cooperate with the offeror or offeree company on the basis of an agreement, either express or tacit, either oral or written, aimed either at acquiring control of the offeree company or at frustrating a bid».

Etter departementets vurdering er vphl. § 1-4 nr. 5 i overensstemmelse med direktivet, men ordlyden i verdipapirhandelloven er noe annerledes enn direktivets ordlyd. For å klargjøre bestemmelsens rekkevidde, foreslås det derfor å gjennomføre direktivets art. 2 (1) bokstav (d), jf. art. 5 (1), særskilt i norsk rett.

[...]

Departementet foreslår at direktivets art. 2 (1) bokstav (d) gjennomføres ved følgende tillegg i lovforslaget § 2-5 (endringer i forhold til gjeldende bestemmelse i kursiv):

«... noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, *herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres.*»

Henvisningen til «tilbud» bør gjøre det klart at presiseringen av hva et samarbeid kan gå ut på, kun er aktuell der det er snakk om erverv av en kontrollerende del av et målselskap. Etter direktivet er det kun et vilkår at samarbeidet er «aimed ... at frustrating the successful outcome of a bid», dvs. at samarbeidet kun behøver å ha til hensikt å forhindre et konkurrerende bud. Det antas imidlertid ikke å være nødvendig å gjennomføre art. 2 (1) bokstav (d) ord for ord. Direktivet vil her som ellers være en viktig faktor når den norske gjennomføringsbestemmelsen skal forstås og anvendes.

Som det følger av sitatet over, rekker Overtakelsesdirektivets ordlyd lenger enn verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5, ved at direktivet omfatter samarbeid «aimed ... at

acquiring control of the offeree company». I den norske lovteksten er det et krav at samarbeidet gjelder «bruk av rettighetene som eier» av aksjene. Av den grunn ble det i forarbeidene til verdipapirhandelloven 1997 lagt til grunn at et samarbeid kun med sikte på selve ervervet, ikke skulle gi grunnlag for konsolidering, se redegjørelsen ovenfor. Basert på forarbeidene til verdipapirhandelloven 2007 – gjengitt ovenfor – er Børsklagenemnden enig med Knut Bergo, Børs- og verdipapirrett (2021) side 139-140 i at dette «kan ikke lenger opprettholdes når samarbeidet går ut på å erverve kontrollen i selskapet». Sterke reelle hensyn støtter også dette. Formålet med konsolideringsregelen er å beskytte minoritetsaksjonærene i oppkjøpssituasjoner og sikre at også de får en andel av den oppkjøpspremien som normalt betales for å oppnå kontroll over målselskapet. Dette hensynet gjør seg fullt ut gjeldende når et samarbeid om å kjøpe aksjer har som formål å oppnå kontroll i målselskapet. Børsklagenemnden legger således til grunn at dersom et samarbeid om å kjøpe aksjer har som formål å oppnå kontroll med målselskapet, vil det være grunnlag for konsolidering.

Børsklagenemnden legger også til grunn at kriteriet i verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5 om «samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres», er et alternativt grunnlag for konsolidering. Også dette støttes av ordlyden i Overtakelsesdirektivet.

#### **9.4 Forpliktende samarbeid når det gjelder å gjøre bruk av rettigheter som eier av et finansielt instrument – samt ervervssamarbeid med sikte på å oppnå kontroll**

Som det følger av redegjørelsen ovenfor under punkt 9.2, legger Børsklagenemnden til grunn at hovedformålet for Haspro m. fl. var å få solgt sine aksjer i NTS til en så god pris som mulig. Dette fremkommer klart av mandatavtalen og medsalgspliktavtalen. Disse avtalene har heller ingen bestemmelser om utøvelse av aksjonærrettigheter. Børsklagenemnden kan ikke se at det er sannsynliggjort at det foreligger noen underforståtte avtaler om utøvelse av aksjonærrettigheter som ikke er inkludert i de skriftlige avtalene. Det at partene har stemt på samme måte i generalforsamlinger i NTS, kan forklares ved at de hadde felles interesser i å legge til rette for et salg av selskapet, og gir ikke i seg selv grunnlag for å konsolidere partene.

Når det gjelder de aksjene Haspro ervervet 27. januar 2012, skriver Oslo Børs i vedtaket 25. mars 2012:

Om bakgrunnen for Haspro AS' erverv har Oslo Børs fått opplyst at det i dialogen mellom Carnegie og verdipapirfondene Alfred Berg i forbindelse med salget til Haspro AS, ble oppgitt av Carnegie at antallet aksjer måtte være nok til å sikre over 50 %. Dette fordi det fremstod rasjonelt å sikre verdier ved å ta bort usikkerheten rundt evnen til å kunne levere over 50 % til en budgiver. Videre skal Haspro AS ha vært den eneste av de større aksjonærene i Haspro m.fl. som hadde anledning til å kjøpe aksjer på dette tidspunktet siden Terboli Invest AS, Nils Williksen AS og Rodo Invest AS var i en rød periode grunnet styreverv. Haspro AS har opplyst at de bestemte seg for å kjøpe aksjene da de forsto at det var det som skulle til for å få solgt til en god pris.

Det ovenstående tilsier at Haspro AS' erverv var et koordinert erverv mellom Haspro m.fl., dog i regi av Carnegie, og at formålet var å velge nytt styre i NTS og å kunne tilby en majoritetspost til en potensiell interessent.

I børsens uttalelse 6. mai 2012 opprettholder børsen at ervervet var et «koordinert erverv, selv om det til syvende og sist var Haspro AS' beslutning».

Børsklagenemnden er enig i Oslo Børs' vurderinger slik de er gjengitt ovenfor. Børsklagenemnden ser imidlertid noe annerledes enn Oslo Børs på betydningen av avtalen som ble inngått 16. januar 2022 om å fremsette et frivillig tilbud på alle aksjene i

NTS som ikke var eid av partene til avtalen. Etter avtalen skulle det etableres et nytt aksjeselskap – med partene som aksjonærer i henhold til sin relative eierandel i NTS – som skulle gjennomføre tilbudet. Avtalen ble varslet i en børsmelding dagen etter.

Oslo Børs har vist til at avtalen utelukkende gjelder prosessen med å fremme tilbudet, og ikke har noen bestemmelser om «fremtidig forvaltning av NTS i form av strategi, drift, styrerepresentasjon, ledelse mv.». Det legges til grunn at børsmeldingen som ble sendt ut 17. januar ga «uttrykk for et ønske om at NTS skal drives videre av nye eiere».

Børsklagenemnden vil først bemerke at det ikke kan legges avgjørende vekt på at avtalen om å fremme tilbudet ikke hadde bestemmelser om strategi og drift av selskapet. Det skulle etableres et nytt selskap med partene som aksjonærer, og i den forbindelse lå det i kortene at det måtte inngås en aksjonæravtale. Denne måtte i det minste inkludere bestemmelser om vilkårene for at selskapets aksjer i NTS skulle selges til en potensiell kjøper av aksjene i selskapet.

I e-post 16. februar 2022 fra advokatfirmaet Thommessen til Oslo Børs, gis følgende begrunnelse for avtalen om å fremsette tilbudet:

Selgerne (som definert i vårt brev av 10. februar 2022) som sto bak den annonserte intensjonen om å fremsette et frivillig tilbud («Aksjonærbudet») hadde i desember 2021, sammen med Amble Investment AS med flere, engasjert Carnegie og Thommessen («Rådgiverne») med det formål å selge aksjer i NTS ASA («NTS» eller «Selskapet»). Rådgiverne la til grunn at desto flere aksjonærer som sluttet seg til salgsprosessen, desto bedre ville forutsetningene være for å få en god prosess og en bedre pris. Tanken var at man gjennom å tilby en potensiell kjøper aksjer som i sum utgjorde mer enn 50 % av aksjene i Selskapet kunne oppnå en prispremie for aksjene.

Selgerne noterte seg at aksjekursen i NTS ASA var lavere enn det de mente at potensielle kjøpere ville være villige til å betale for aksjene i NTS. Ved å fremsette et frivillig tilbud, ville man kunne samle en større samlet aksjebeholdning for salg og dermed gjøre det mer attraktivt for potensielle kjøpere. Det ble i meldingen som offentliggjorde Aksjonærbudet sagt følgende "Rasjonalet for Tilbudet er å søke å beskytte og videreutvikle aksjeverdier i NTS ved å videreføre sondering av alternativer for Selskapets aksjonærer, herunder å selge aksjene". Man nevnte altså at man ville videreføre salgsbestrebelsene. Aksjonærbudet hadde som en av betingelsene at det ikke skulle være annonsert konkurrerende tilbud med tilbudspris høyere enn i Aksjonærbudet. I retrospekt var det nøyaktig slik det spilte seg ut og Selgerne har nå lyktes med å skape en situasjon der en annen budgiver har lansert et bud på NOK 120/aksje, til glede for aksjonærfellesskapet. Samtlige av Selgerne har avgitt forhåndsaksept av det nylig annonserte frivillige tilbudet fra SalMar ASA. Man kan altså oppsummere det slik at Selgerne måtte by og være villig til å kjøpe for å kunne få solgt ved en senere korsvei.

Børsklagenemnden tviler ikke på at formålet med intensjonen om å fremsette tilbudet, ikke var å drive selskapet videre sammen, men at det var – som det fremgår av sitatet ovenfor – å «samle en større samlet aksjebeholdning for salg og dermed gjøre det mer attraktivt for potensielle kjøpere». Dermed kunne man «oppnå en prispremie for aksjene».

Der to eller flere aksjonærer fremsetter et frivillig tilbud om å kjøpe alle aksjene i et selskap, har man – etter Børsklagenemndens syn – et utpreget tilfelle av et ervervsamarbeid med formål om å oppnå kontroll i målselskapet. I utgangspunktet og som den klare hovedregel vil det gi grunnlag for å konsolidere aksjonærene som har planlagt å fremme tilbudet, jf. redegjørelsen ovenfor.

Oslo Børs har fremholdt at det er formålet på ervervstidspunktet – i denne saken 27. januar 2022 – som er avgjørende for om formålet om å oppnå kontroll er oppfylt. Børsklagenemnden mener at det er mer treffende å formulere problemstillingen som om det på ervervstidspunktet forelå et forpliktende samarbeid som fyller lovens krav.

Haspros kjøp av aksjer ble avtalt 27. januar 2022 og gjennomført 28. januar. Forholdet var da at Mowi noen dager tidligere – 24. januar – hadde varslet at de hadde til hensikt å fremme et frivillig tilbud på alle aksjene i NTS. Den varslede prisen var høyere enn det som var prisen i det varslede tilbudet fra Haspro m. fl. Et av forbeholdene som kunne gi grunnlag for å trekke tilbake det varslede tilbudet, var dermed inntrådt. Tilbudet ble også trukket med henvisning til tilbudet fra Mowi, men først 31. januar 2022.

Som nevnt tidligere, antar Børsklagenemnden at hovedformålet for Haspro m. fl. var å selge sine aksjer i NTS. Fremsettelsen av et frivillig tilbud skulle være et middel for å nå dette målet. Det er også sannsynlig at det ikke var en foretrukket løsning for Haspro m. fl. å gjennomføre et frivillig tilbud på alle aksjene i NTS for å realisere målet om å selge sine aksjer i selskapet. Dette er antagelig bakgrunnen for forbeholdet om å trekke tilbudet ved konkurrerende, høyere bud fra andre.

Børsklagenemnden legger derfor til grunn at avtalen om å fremme et frivillig tilbud, i praksis falt bort da Mowi varslet sitt bud. Det fremstår som forholdsvis klart at forbeholdet om å trekke tilbake tilbudet, ville bli benyttet. Dette støttes også av at det kjøp som Haspro gjennomførte 28. januar 2022, ville ha vært i strid med stand-stillbestemmelsen i punkt 6.3 i avtalen om å fremsette tilbudet. Dette indikerer at Haspro ikke på ervervstidspunktet anså seg bundet av avtalen om å fremsette tilbudet. Børsklagenemnden mener derfor at avtalen om å fremme tilbudet, i praksis ikke lenger var virksom på ervervstidspunktet. Det kan da ikke være avgjørende at dette først ble varslet til markedet et par dager senere.

Børsklagenemnden legger derfor til grunn at det ikke forelå et forpliktende samarbeid om å oppnå kontroll i NTS gjennom fremsettelse av et frivillig tilbud, da Haspro ervervet aksjene 28. januar 2022.

Børsklagenemnden må likevel vurdere om medsalgspliktavtalen Haspro m. fl. hadde inngått, innebærer at partene til avtalen hadde inngått et forpliktende samarbeid om å oppnå kontroll i NTS. Utover forpliktelsen om å selge aksjer dersom det ble krevet av parter som representerte 2/3 av partenes samlede aksjeinnehav i NTS – samt en forpliktelse om ikke å forføye over aksjene på annen måte – lå det i avtalen ingen forpliktelser om å opptre som aksjonær i selskapet på en bestemt måte. Det lå heller ingen forpliktelser på noen av partene om å kjøpe ytterligere aksjer i NTS, for å bringe det totale aksjeinnhavet til partene over 50 prosent.

Oslo Børs legger til grunn at et av formålene med Haspros erverv, var å kunne tilby en majoritetspost til en potensiell interessent. Børsklagenemnden er enig i dette. En slik majoritetspost kunne tilbys på grunn av medsalgsforpliktelsen i medsalgspliktsavtalen. En rett eller plikt til å selge sine aksjer er ikke en tradisjonell aksjonærrettighet knyttet til drift, forvaltning og/eller økonomisk utbytte av aksjeoposisjonen. Det er imidlertid en grunnleggende rettighet man har som eier av aksjer, og omfattes av en naturlig språklig forståelse av bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5 om «bruk av rettighetene som eier» av aksjer.

I Oslo Børs' vedtak 25. mars 2022 uttales det at børsen ikke anser avtaler med regulering av rettigheter og forpliktelser med hensyn til kjøp og salg av aksjer som å være «avtale om utøvelse av aksjonærrettigheter», se side 21 i vedtaket.

Børsklagenemnden oppfatter dette som en fast praksis og oppfatning i markedet som det er naturlig å tillegge vekt ved vurderingen.

I vår sak kommer Haspros erverv av aksjer i tillegg til medsalgspliktsavtalen. Videre har ervervet som formål å bringe det samlede aksjeinnehavet til aksjonærene omfattet av medsalgspliktsavtalen over 50 prosent, slik at partene kunne tilby den potensielle kjøper majoritetskontroll. Som nevnt tidligere, er Børsklagenemnden enig med Oslo Børs i at ervervet var koordinert innen gruppen, men det kan ikke legges til grunn at Haspro var forpliktet til å gjennomføre ervervet.

Formålet med tilbudspliktreglene – som konsolideringsbestemmelsen er en del av – er å sikre alle aksjonærene en andel av den kontrollpremien en kjøper som oppnår kontroll, normalt vil være villig til å betale. Haspro m. fl. hadde ikke noen avtale om å utøve faktisk kontroll over NTS, utover enighet om å tilby deres samlede aksjeinnehav til potensielle interessenter. På den annen side innebar ervervet at Haspro m. fl. kontrollerte en majoritet av aksjene, og dermed kunne kreve kontrollpremie fra interessentene. Denne kontrollpremien fikk alle aksjonærene glede av. I forkant av dette hadde imidlertid Haspro kjøpt aksjer til en høyere pris enn det SalMar senere tilbød. Det kan hevdes at prisen Haspro var villig til å betale, gir uttrykk for en kontrollpremie som alle aksjonærene bør få en andel av. Børsklagenemnden finner det mer naturlig å anse Haspros erverv – til den pris det ble gjort – som uttrykk for hva Haspro var villig til å betale for å realisere formålet om å selge alle aksjene de hadde i NTS.

Den kontrollpremien som er betalt for å oppnå kontroll i NTS, representeres – etter Børsklagenemndens syn – bedre ved det SalMar var villig til å tilby. Børsklagenemnden mener derfor at formålet bak tilbudsplikts- og konsolideringsreglene i dette tilfellet ikke understøtter at Haspro m. fl. skal konsolideres, med tilbudsplikt for Haspro som følge av dette.

Etter en samlet vurdering – der det blant annet er lagt vekt på Oslo Børs' vurderinger og opplysninger om markedspraksis – har nemnden konkludert med at det ikke er grunnlag for å konsolidere Haspro m. fl. basert på at det er etablert et forpliktende samarbeid om å gjøre bruk av rettighetene som eier av aksjer i NTS. Formålet med samarbeidet var ikke å oppnå kontroll over selskapet, men å oppnå kontroll over så mange aksjer i selskapet at partene kunne tilby en kjøper mer enn 50 prosent av aksjene. Haspros kjøp av aksjer var koordinert med de øvrige avtalepartene. Utover dette – og avtaleforpliktelsene om å selge aksjer – er det ikke sannsynliggjort at det på ervervstidspunktet forelå noen avtaler eller forståelser om å utøve aksjonærrettigheter. Samarbeidet var dermed begrenset og av forholdsvis kort varighet. Formålet ved samarbeidet ble realisert et par uker etter ervervet, ved at Haspro m. fl. fikk et tilbud på aksjene i NTS. Haspro disponerte da over sine aksjer ved å utstede en ugjenkallelig forhåndsaksept om å selge aksjene i SalMars frivillige tilbud.

### **9.5 Samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres**

Børsklagenemnden er enig med Oslo Børs i at dette grunnlaget for konsolidering, ikke kan føre frem. Nemnden kan i all hovedsak vise til børsens vurderinger i vedtaket 6. mai 2022. Det er ikke sannsynliggjort at Haspro m. fl. søkte å hindre Mowi eller andre i å fremsette bud. Tvert imot mener Børsklagenemnden at Haspro m. fl. søkte å etablere en konkurransesituasjon mellom Mowi og SalMar for å få et så godt bud som mulig på aksjene i NTS.

Heller ikke inngåelsen av forhåndsakseptene kan gi grunnlag for konsolidering på dette grunnlaget. Som påpekt av Oslo Børs, ble disse inngått to uker etter Haspros erverv. Det er ikke sannsynliggjort at forhåndsakseptene eller støtteerklæringene var avtalt før de ble utstedt. Avgivelsene av disse 14. februar 2022 kan derfor ikke begrunne at det forelå forhindringssamarbeid mellom Haspro m. fl. på tidspunktet for Haspros erverv.

Uansett vil ikke avgivelsene av forhåndsaksepter og støtteerklæringene gi grunnlag for konsolidering. Som Oslo Børs viser Børsklagenemnden til Borgarting lagmannsretts overskjønn i LB-2019-89366, jf. også Knut Berge, Børs- og verdipapirrett (2021) side 367.

## 9.6 Oppsummering

Børsklagenemnden har basert på ovenstående vurderinger konkludert med at det ikke er grunnlag for å konsolidere Haspro m. fl. Haspro kan derfor ikke pålegges tilbudsplikt som følge av ervervet av aksjer i NTS.

Oslo Børs' vedtak 25. mars 2022 blir etter dette stadfestet.

Avgjørelsen er enstemmig.

Børsklagenemnden fatter etter dette slikt enstemmig.

\*\*\*

## Vedtak

Oslo Børs' vedtak 25. mars 2022 stadfestes.

### 5.2.6 Salmar/NTS - Økning pris frivillig tilbud etter utbytte, e-post 03.06.2022

*E-post vedrørende økning av tilbudspris i et frivillig tilbud med delvis aksjeoppgjør som følge av utbetaling av utbytte i tilbyder og nærmere hvorvidt kontantandel eller aksjeandel skulle økes.*

Vi viser til det frivillige tilbudet på alle aksjene i NTS ASA fra SalMar ASA. 31. mars i år kunngjorde SalMar at de har til hensikt å dele ut NOK 20 per aksje i utbytte i år. Ordinær generalforsamling i SalMar avholdes 8. juni og det forventes at det foreslåtte utbyttet vil bli vedtatt.

Av tilbudsdokumentet punkt 4.7 fremgår det at ved utbytte fra SalMar så skal vederlaget i det frivillige tilbudet justeres på en måte som kompenserer for den økonomiske effekten av utbyttet. Tilbudsdokumentet spesifiserer ikke om det skal justeres i aksjeandelen eller kontantandelen, og begge alternativer er således mulig innenfor rammene av vilkårene for det frivillige tilbudet.

SalMar ønsker å justere kontantandelen i vederlaget. Det vil implisitt gi NTS aksjonærene som har akseptert det frivillige tilbudet det samme som aksjonærer i SalMar, og det samme som de ville fått hvis det frivillige tilbudet ble gjennomført før utbyttebetalingen. En justering av kontantandelen er også teknisk sett å foretrekke da det blir en ren forholdsmessig beregning basert på utbyttebeløpet per aksje justert for antall SalMar aksjer som betales per NTS aksje i det frivillige tilbudet.

Det skal som kjent betales NOK 24 pluss 0.143241 aksjer i SalMar per NTS-aksje i det frivillige tilbudet (pluss eventuell rente fra 15. juni). Hvis man justerer kontantandelen vil konsekvensen bli at det per NTS-aksje skal betales NOK  $(20 \times 0.143241) =$  NOK 2,8648 per NTS-aksje, i tillegg til 0.143241 SalMar-aksjer (uendret) + NOK 24 (uendret). Dette gir et samlet kontantvederlag per NTS-aksje på NOK 26,8648.

Vi ber om børsens godkjenning av endringen i vederlaget som skal betales i det frivillige tilbudet som angitt over. Vedlagt finnes også utkast til børs melding for økningen i vederlag og for ordens skyld også tilbudsdokumentet. Vi har også lagt til en liten referanse til vilkårene i det frivillige tilbudet relatert til SalmoNor og endringer i aksjekapitalen i NTS eller datterselskaper av NTS i lys av den annonserte fusjonen

mellom Norway Royal Salmon ASA og SalMar for å unngå tvil om at dette ikke påvirker tilbudet.

## **5.2.7 Børsklagenemnden – sak 2/2022 – AINMT ASA, 29.08.2022**

Avgjørelse 29. august 2022 av klage fra Roy Mosvold, Hellesund Holding Ltd, Vaglen AS og Memento AS over Oslo Børs' vedtak 20. mai 2022 om at det ikke forelå grunnlag for å pålegge Lyse AS tilbudsplikt i AINMT ASA som følge av kjøp av den underliggende virksomheten til AINMT ASA, jf. lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) § 6-1 (1) jf. § 6-8 (3).

### **1. Klagesaken og børsklagenemndens sammensetning**

Oslo Børs ASA (heretter «Oslo Børs» eller «børsen») fattet 20. mai 2022 følgende vedtak:

«Det foreligger ikke grunnlag for å pålegge Lyse AS tilbudsplikt i AINMT ASA som følge av kjøpet av den underliggende virksomheten til AINMT ASA i henhold til verdipapirhandelloven § 6-1 (1), jf. § 6-8 (3).»

Roy Mosvold, Hellesund Holding Ltd, Vaglen AS og Memento AS (heretter «Klagerne») påklaget vedtaket 2. juni 2022. Klagen ble fremsatt av advokat Hans P. Bjerke i Bjerke Lowzow von Ahnen Advokatfirma AS (heretter hhv. «Bjerke» og «BLvA»). Klagen er rettidig. Klagerne er aksjonærer i AINMT ASA (heretter «AINMT») og eide per 30. juni 2022 7 276 974 aksjer, som tilsvarer ca. 3,6 % av aksjene. Det var Klagerne som fremsatte den opprinnelige begjæringen om å pålegge tilbudsplikt for Lyse AS (heretter «Lyse»), og Klagerne antas å ha rettslig klageinteresse i saken, jf. forskrift 29. juni 2007 nr. 876 om verdipapirhandel (verdipapirforskriften) § 12-5 (1) jf. lov 10. februar 1967 om behandlingsmåten i forvaltningssaker (forvaltningsloven) § 28 første ledd.

Oslo Børs fant ikke grunn til å omgjøre vedtaket og oversendte 30. juni 2022 saken til Børsklagenemnden for behandling sammen med børsens merknader til klagen, jf. verdipapirforskriften § 12-5 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Børsklagenemndens leder besluttet 1. juli å utsette fristen for nemndens behandling av saken, under henvisning til planlagt ferieavvikling og reisefravær hos både nemndens sekretariat og nemndens medlemmer, jf. verdipapirforskriften § 12-5 åttende ledd.

Ytterligere merknader i saken ble inngitt på vegne av Klagerne v/advokat Bjerke i BLvA 7. og 20. juli 2022 og på vegne av Lyse v/advokat Ervin Auren i Advokatfirmaet Thommessen AS 15. juli 2022. Når merknadene omtales, vises det normalt til Klagerne eller Lyse og ikke de representantene som har inngitt merknadene på deres vegne, så lenge ikke merknadene er inngitt av partene selv.

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

### **2. Kort om selskapet**

AINMT ASA (ticker «AINMT») er notert på Oslo Børs. På Oslo Børs' internettsider fremgår følgende omtale, publisert av AINMT:

«AINMT is a holding company, previous owner of the telecom company ice (former name: Ice Group ASA).»

### 3. Bakgrunn – faktiske forhold

I vedtaksbrevet og klagebehandlingen 20. mai og 30. juni 2022 har Oslo Børs redegjort for de faktiske forholdene som de har lagt til grunn for sin behandling av saken. I vedtaksbrevet 20. mai er de faktiske forholdene gjengitt slik på s. 1-2:

«AINMT og dets datterselskap AINMT Holdings AB («AINMT Holdings») inngikk avtale med Lyse og gjennomførte 30. mars 2022 salg av Ice Group Scandinavia Holdings AS («IGSH»), Phonepartner Norge Holding AS, Ice Retail Holding AS, et krav mot IGSH («AINMT-Lånet») og i tillegg alle eiendeler og aksjer som normalt hører til virksomheten («Transaksjonen»). Avtalen ble godkjent av styret og generalforsamlingen i AINMT Holdings og av styret og generalforsamlingen i AINMT. I sistnevnte selskap ble kjøpekontrakten godkjent på generalforsamlingen 21. mars 2022 med 94,5 % av stemmene på generalforsamlingen, tilsvarende 82,5 % av total aksjekapital. Verdien av Transaksjonen er ca. NOK 5.650 millioner og det forventes at AINMT mottar brutto kontantproveny på ca. NOK 3.000 millioner etter gjennomføring av Transaksjonen.

I denne sammenheng har AINMT inngått en avtale med GoldenTree vedrørende den tidligere konflikten mellom GoldenTree og AINMT Holdings i forbindelse med AINMT-Lånet mellom GoldenTree, visse andre långivere og AINMT Holdings. AINMT Holdings har inngått en betinget forliksavtale med GoldenTree og de andre långiverne under låneavtalen, hvor partene er enige om betaling fra AINMT Holdings på ca. NOK 1.550 millioner.»

Ved klagebehandlingen inntok børsen omtale av presiseringer og kommentarer om de faktiske forholdene inngitt av sakens parter, se s. 3-5 (sitatene er avgrenset mot anførsler om betydningen av faktiske forhold):

«- (...)Salget omfattet hele den operative virksomheten i konsernet. Det vises til børsmedling fra AINMT 18. februar 2022 der det blant annet gjengis følgende: «After closing of the Transaction, the Company expects that there will only be a limited residual amount left for the equity holders.»

- Etter gjennomføring av salget er verdiene i AINMT redusert til en kontantbeholdning på ca. NOK 82 millioner, hvilket utgjør NOK 0,4059 per aksje.
- 17. februar 2022, dagen før salget til Lyse ble kunngjort, hadde aksjene i AINMT en sluttkurs på NOK 2,42. Da salget ble kunngjort om morgenen 18. februar 2022 sank markedsverdien med ca. 60 % til en sluttkurs på NOK 0,922 og de underliggende verdiene i selskapet er redusert til ca. NOK 0,40 per aksje.
- På salgstidspunktet hadde AINMT behov for refinansiering av et obligasjonslån i Ice Group Scandinavia Holdings AS med forfall i april 2022. Lånets pålydende var NOK 800 millioner og ble søkt forlenget, men forslaget om forlengelse ble trukket etter inngåelsen av avtalen med Lyse. AINMT søkte ikke å finansiere innfrielse av obligasjonslånet gjennom en fortrinnsrettsemisjon, men solgte altså hele den underliggende virksomheten i konsernet for å innfri gjeldsforpliktelsene.
- (...) I henhold til kjøpekontrakten ervervet Lyse aksjene i Ice Group Scandinavia Holdings AS, Phonepartner Norge Holding AS og Ice Retail Holding



AS, samt enkelte varemerker og fordringer. Lyse overtok ikke aksjene i AINMT eller aksjene i dets heleide datterselskap AINMT Holdings AB («AINMT Holdings»), som begge var Lyses motparter i kjøpekontrakten. AINMT Holdings finansierte i betydelig grad AINMT-konsernet ved at selskapet blant annet var låntaker og dermed part i tvisten med kreditorene omtalt som «Goldentree». Hvilke aktiva, rettigheter og forpliktelser som lå igjen i de to selskapene Lyse ikke ervervet aksjene i, har Lyse ingen detaljert oversikt over. (...)»

#### **4. Børsens vedtak**

Oslo Børs vurderer i vedtaket 20. mai 2022 om det er grunnlag for å pålegge Lyse AS tilbudsplikt i AINMT ASA i forbindelse med kjøp av aksjer i datterselskap til AINMT.

Oslo Børs mottok, i tillegg til begjæringen 13. april 2022 fra Klagerne om å pålegge tilbudsplikt, merknader fra Lyse (ikke via representant) i epost 26. april 2022 (børsen hadde også korrespondanse med advokat Marius Moursund Gisvold i Advokatfirmaet Gisvold AS på vegne av AINMT, men AINMT anses ikke av børsen som part i saken).

Børsen innleder med å vise til at det krever klar hjemmel i verdipapirhandelloven å pålegge tilbudsplikt. Børsen viser til at Lyse ikke har kjøpt aksjer i AINMT, noe som gjør at vilkåret for tilbudsplikt i verdipapirhandelloven § 6-1 (1) om å bli «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)», ikke er oppfylt. Børsen viser videre til at det ikke med tilknytning til saken her har vært endringer i eierskapet i AINMT, slik at det heller ikke har vært et kontrollskifte i tilbudsreglens forstand, selv om en annen part har overtatt kontroll over AINMTs tidligere underliggende virksomheter.

Børsen bemerker at det er legitimt å tilpasse seg reglene om tilbudsplikt, og at det er helt normalt at det gjøres av aktørene i verdipapirmarkedet. Børsen bemerker videre at tilbudsplikt er meget inngripende for parter som pålegges dette, og at det kreves forutberegnelighet for aktørene.

Børsen viser til at salget av underliggende virksomheter ble godkjent av styret og generalforsamlingen i både AINMT og AINMT Holdings – i AINMT med 94,5 % av stemmene (82,5 % av aksjekapitalen). Børsen viser til at det finnes ulike selskapsrettslige regler som verner bl.a. aksjonærer, med tilhørende mekanismer for å fremme sine interesser. Børsen avslutter sine vurderinger i vedtaket slik:

«Styret i AINMT har kommunisert til markedet at det etter en grundig prosess og etter å ha vurdert alle tilgjengelige alternativer, så var styret enstemmig av den oppfatning at Transaksjonen var det eneste tilbudet mottatt som hadde nødvendig støtte blant aksjonærer og långivere til å ha en realistisk sjanse til å bli gjennomført, samtidig som det ga AINMT-konsernet mulighet til å oppfylle sine finansieringsforpliktelser og sikre kreditorenes krav mot AINMT-konsernet, ref. innkalling til generalforsamling avholdt 21. mars 2022.

Basert på dette er Oslo Børs av den klare oppfatning at det ikke finnes noen hjemmel for å pålegge Lyse tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven og slik sett at forholdet faller utenfor reglene for tilbudsplikt.»

#### **5. Klagernes anførsler**

Til sakens faktum anfører Klagerne at det er misvisende av børsen å omtale Lyses kjøp som å omfatte «enkelte datterselskaper av det noterte selskapet», og viser til at salget omfatter hele den operative virksomheten i konsernet, jf. AINMTs børs melding 18. februar 2022. I tillegg bemerker Klagerne at AINMT på salgstidspunktet hadde behov for

refinansiering av et obligasjonslån med forfall i april 2022, pålydende NOK 800 millioner. Lånet ble forsøkt forlenget, men forslaget ble trukket etter inngåelsen av avtalen med Lyse. Klagerne mener AINMT ikke søkte å finansiere innfrielse av lånet gjennom fortrinnsrettsemisjon, men i stedet solgte hele den underliggende virksomheten i konsernet.

Fra børsens vedtak i klageomgangen gjengis innholdet i Klagernes rettslige anførsler her (se klagevedtaket 30. juni 2022 punkt 3.1):

Klagerne mener spørsmålet er om Lyses kjøp av AINMTs underliggende virksomhet representerer en omgåelse av tilbudsplikten i verdipapirhandelloven § 6-1 (1). Klagerne mener anvendelse av de generelle ulovfestede reglene om omgåelse ikke gjør det påkrevd med en klar hjemmel i verdipapirhandelloven, siden omgåelsen gjelder hjemmelen for å tilbudsplikt. Klagerne anfører at generelle regler om omgåelse er utviklet i rettspraksis fra Høyesterett (HR-2006-1749-A, HR-2012-2022-A, HR-1995-4-A), uavhengig av om disse gjaldt tilbudsplikt. Klagerne viser også til Børsklagenemndens vurderinger av markedsaktørers tilpasning til tilbudspliktreglene (OKBN-2006-7 Sinvest, OKBN-2019-1 Belships), selv om sistnevnte sak gjorde det unødvendig å vurdere ulovfestet omgåelse som følge av hjemmelen for tilbudsplikt i fusjonstilfeller i verdipapirhandelloven § 6-2 (2).

Under henvisning til OKBN-2006-7 Sinvest anfører Klagerne at en forutsetning for å akseptere tilpasninger til reglene som legitime, er at tilpasningen er lojal til reglenes formål. Klagerne viser til at formålet med reglene om tilbudsplikt er minoritetsvern ved at aksjonærene skal gis mulighet til å selge sine aksjer i selskapet til «fair price» når selskapet er gjenstand for et kontrollskifte, jf. også «Takeover»-direktivet (direktiv 2004/25/EF) artikkel 5 nr. 1. Klagerne anfører at det uttalte formålet om minoritetsvern i en omgåelsessituasjon må gå foran hensynet til forutberegnelighet for den som har søkt å tilpasse seg regelverket.

Når det gjelder betydningen av at et vedtak om å pålegge tilbudsplikt er inngripende, viser Klagerne til at det for minoritetsaksjonærene medfører et tilsvarende tap dersom tilbudsplikt ikke pålegges. Klagerne anfører at også her må hensynet til minoritetsaksjonærene veie tyngre enn hensynet til den som i en omgåelsessituasjon pålegges tilbudsplikt, siden formålet med tilbudsplikten er minoritetsvern.

Videre anfører Klagerne at generalforsamlingsvedtaket i AINMT om å godkjenne salget til Lyse er ugyldig, siden det anføres å gi Lyse og/eller aksjonærer som var kreditorer en urimelig fordel på bekostning av øvrige aksjonærer/selskapet, jf. allmennaksjeloven § 5-21. Styret anføres, gjennom salget av underliggende virksomhet i AINMT, å ha fratatt Klagerne muligheten til selv å vurdere et salg av sine aksjer, jf. Takeover-direktivet artikkel 3 nr. 1 bokstav c. Klagerne mener at mens det for unoterte selskaper er mulig for styre og generalforsamling å treffe vedtak om salg av underliggende virksomhet, begrenser tilbudspliktreglene kompetansen for styre og generalforsamlingen i noterte foretak.

Klagerne bemerker at fusjoner, som krever generalforsamlingsvedtak med kvalifisert flertall, i utgangspunktet er unntatt tilbudsplikt, men at det i «særlige tilfeller» kan pålegges tilbudsplikt. Klagerne mener det samme må gjelde for regulære kjøp av den børsnoterte konsernspissens underliggende virksomhet til en pris som ligger langt under aksjenes omsetningskurs – hvis ikke, vil tilbudspliktreglenes formål om minoritetsvern undergraves.

Når det gjelder en eventuell tilbudspris, viser Klagerne til at Lyse ikke har ervervet aksjer i AINMT, og at tilbudsprisen derfor kan fastsettes i medhold av verdipapirhandelloven §

6-10 (4) til minst NOK 2,42 per aksje, som er aksjenes sluttkurs før Lyses kjøp av den underliggende virksomheten ble kunngjort.

## **6. Anførsler fra Lyse**

Lyse mener Klagernes fremstilling av AINMTs salg av datterselskaper til Lyse ikke er presis. Lyse kjøpte aksjene i tre foretak samt enkelte varemerker og fordringer. Lyse kjøpte ikke aksjer i AINMT ASA eller AINMT Holdings AS. Sistnevnte finansierte i betydelig grad AINMT-konsernet, ved at de bl.a. var låntaker og dermed part i tvist med kreditorene omtalt som «Goldentree». Hvilke aktiva, rettigheter og forpliktelser som lå igjen i de øvrige selskapene i konsernet Lyse ikke kjøpte, mener de at de ikke kunne ha oversikt over. Lyse mener det faktum Oslo Børs har lagt til grunn, er riktig. For øvrig er Lyse ikke enig med Klagerne i at det er relevant å vise til utviklingen i aksjekursen etter transaksjonen med Lyse og kontrollpremie. Lyse viser til at aksjekursen er en funksjon av volum, markedets vurdering av informasjon og rådende markedsførhold.

Fra børsens vedtak i klageomgangen gjengis her innholdet i anførslene fra Lyse (se klagevedtaket punkt 3.2):

Lyse viser til at reglene om tilbudsplikt gjelder der man erverver stemmeberettigede aksjer i selskap notert på regulert marked. Siden verken Lyse eller Lyses nærstående har ervervet slike aksjer i AINMT, kommer ikke tilbudspliktreglene til anvendelse. Lyse anfører at det krever klar lovhjemmel å pålegge noen å erverve aksjer, som følge av utgangspunktet om kontraheringsfrihet. Verdipapirhandelloven § 6-1 anføres ikke å ramme innmatstransaksjoner, virksomhetsoverdragelser eller aksjekjøp i datterselskap.

Lyse anfører at det kan være helt legitime grunner til at det inngås avtale med det børsnoterte selskapet fremfor at man kjøper aksjer i selskapet, f.eks. at selskapet har aktiva, rettigheter, forpliktelser eller andre kontraktsposisjoner som kjøper ikke ønsker å overta, eller at det er nødvendig med større fleksibilitet i forbindelse med myndighetsgodkjennelser og gjeldsforfall før avklaring av alle betingelser for gjennomføring. Lyse bemerker at det er eksempler fra det siste tiåret på børsnoterte selskap som har solgt hele eller store deler av virksomhetene sine, uten at det har reist spørsmål om tilbudsplikt.

Siden ingen aksjonærer i AINMT har solgt aksjer til Lyse, anfører Lyse at ingen har fått en del av en kontrollpremie som andre ikke fikk ta del i, som anføres å være en av hovedbegrunnelsene for tilbudspliktreglene. Dette skiller saken vesentlig fra OBKN-2019-1 Belships.

Videre mener Lyse tilbudspliktreglene må sees i sammenheng med regelverk som ivaretar minoritetsaksjonærers interesser. Som aksjonær i et selskap der det foreslås å selge aksjer eller eiendeler, utøver man sine rettigheter på generalforsamlingen.

Lyse anfører at ulovfestede omgåelsesregler ikke kommer til anvendelse. Det anføres at slike må knyttes direkte til bestemmelsene som påstås omgått, og kan ikke anvendes generelt. I alle tilfelle må det kreves at handlingen er en uakseptabel omgåelse. Lyse peker på følgende som argumenter mot at det finnes ulovfestede regler om omgåelse som kan etablere tilbudsplikt:

- Transaksjonen er verken illojal eller rettsstridig, og det er heller ikke grunnlag for at det foreligger omgåelseshensikt.

- Å pålegge tilbudsplikt er svært inngripende, og hensynet til forutberegnelighet skal veie tungt ved tolkningen av tilbudspliktreglene. Klagerne anføres å ha vist verken til rettspraksis, teori eller reelle hensyn som tilsier å fravike ordlyden i verdipapirhandelloven.
- Lovgiver anføres å ha vært bevisst potensielle omgåelsesmuligheter ved utformingen av verdipapirhandelloven, slik at dette er direkte regulert i loven og tilhørende forskrift. Lyse mener det ikke er rom for å supplere disse med ulovfestede omgåelsesnormer. Til sammenligning anføres det å være større rom for dette i aksjelovens system.
- Å anvende tilbudspliktreglene på erverv av aktiva fra børsnoterte foretak vil lede til utfordrende tilstander med hensyn til å praktisere reglene i verdipapirhandelloven kapittel 6. Her nevnes hva eller hvor mye som må erverves for å utløse tilbudsplikt, hvordan tilbudsprisen skal fastsettes mv.
- Klagers anførsler om tilbudspris og oppgjør anføres å være uklar – Lyse har betalt markedspris for aktiva fra selger i en lovlig gjennomført transaksjon i henhold til gjeldende regelverk. Lyse mener det er vanskelig å forstå at lovgiver skal ha ment at Lyse også må kjøpe samtlige av aksjene i en av selgerne, som har mottatt og allerede kan ha disponert over vederlaget. Lyse bemerker at det medfører at Lyse betaler to ganger.

## **7. Børsens vurderinger i klageomgangen**

Etter å ha gått gjennom anførselene fra partene om de faktiske sidene av saken, konkluderer Oslo Børs med at anførselene ikke vil ha innvirkning på børsens vurderinger av saken. Børsen vurderer deretter de rettslige anførselene fra partene.

Børsen legger til grunn som ubestridt at det ikke foreligger tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 6-1 (1), da Lyse ikke har kjøpt aksjer i AINMT. Børsen legger videre til grunn at det ikke har skjedd et kontrollskifte i AINMT, noe som anses å være helt sentralt med hensyn til tilbudspliktreglene. Børsen bemerker at Lyse slik sett heller ikke har betalt en kontrollpremie som minoritetsaksjonærer i AINMT ikke har fått ta del i.

Til anførselene om å pålegge tilbudsplikt på ulovfestet grunnlag, bemerker børsen først at rettspraksisen det er vist til, ikke gjelder tilbudsplikt. Børsen går også gjennom øvrige anførsler, herunder relevansen av OKBN-2006-7 Sinvest, som børsen påpeker gjaldt en konkret vurdering av et forpliktende samarbeid mellom parter etter dagjeldende verdipapirhandellov § 4-5 jf. § 1-4 nr. 5. Oslo Børs anser at uttalelsene fra Børsklagenemnden i den saken ikke gir noe ytterligere i forbindelse med vurderingen av omgåelse i herværende sak.

Oslo Børs peker, på samme måte som Lyse (jf. over i punkt 6), til at verdipapirhandellovens og -forskriftens regler om tilbudsplikt er et relativt avgrenset område med egne regler, der det bl.a. er egne regler om konsolidering som skal hindre mulige omgåelser, herunder den særskilte hjemmelen i verdipapirhandelloven § 6-2 (2) om å pålegge tilbudsplikt i «særlige tilfeller». Børsen mener det er særlige hensyn som gjør seg gjeldende på skatterettens område, som gjør at det ikke er direkte overførbart til spørsmål om tilbudsplikt. Videre bemerker børsen at høyesterettspraksisen det er vist til, gjelder omgåelse av stemmerettsbegrensninger og konsolidering av aksjonærrettigheter under aksjelovens regler. Oslo Børs påpeker, slik Lyse anførte, at det

i aksjeloven i mindre grad er mekanismer for å forhindre omgåelse, noe som gjør at det i større grad er naturlig at det er blitt lagt til grunn omgåelsesbetraktninger på området. På denne bakgrunnen kan ikke børsen se at Klagernes anførsler om omgåelse av reglene om tilbudsplikt endrer de juridiske utgangspunktene for saken.

Oslo Børs vurderer deretter opplysningene om at gyldigheten av AINMTs vedtak om salget til Lyse vil bli prøvd av domstolene. Børsens oppfatning er at dette er sentralt i saksforholdet og noe som ikke er egnet til behandling gjennom tilbudspliktreglene. Børsen viser til det som også ble påpekt i vedtaket, om at selskapsrettslige regler og mekanismer som aksjonærer kan utnytte for å følge opp sine rettigheter og ettergå utøvelsen av selskapets plikter.

Børsen viser til at børsnoterte foretak fra tid til annen, i større eller mindre grad, selger underliggende virksomhet. Vederlaget, eventuelt nettovederlaget, i slike transaksjoner antas å gjenspeiles i morselskapet, noe børsen legger til grunn har skjedd også her. Om vederlaget kunne vært høyere, mener børsen verken er opp til Oslo Børs å vurdere eller relevant for reglene om tilbudsplikt. Børsen bemerker at den resterende kontantbeholdningen på NOK 82 millioner, sett opp mot oppgitt transaksjonsverdi på ca. NOK 5,65 milliarder, illustrerer at konsernet hadde betydelig gjeld å betjene og en krevende økonomisk situasjon. Børsen bemerker videre at et enstemmig styre opplyste at transaksjonen var det eneste tilbudet som var mottatt og som hadde nødvendig støtte og realistisk sjanse til å bli gjennomført. At aksjekursen gikk fra NOK 2,42 17. februar 2022 til NOK 0,922 på dagen for annonsering av salget, gir etter børsens vurdering ikke uttrykk for annet enn aksjonærenes syn og verddivurdering av AINMT og konsernet i sin helhet på de angitte tidspunktene. Oslo Børs kan ikke tiltre Klagernes anførsel om at minoritetsaksjonærene har et særlig behov for beskyttelse.

Børsen er videre ikke enig i at det er relevant at man i fusjonstilfeller kan pålegge tilbudsplikt i «særlige tilfeller». Børsen viser til at fusjon innebærer erverv av aksjer i et notert selskap, som uten unntaksregelen for fusjoner ville vært omfattet av hovedregelen i verdipapirhandelloven § 6-1 (1). Det bemerkes også at fusjonsreglene kun gjelder fusjoner i det noterte selskapet selv, ikke datterselskaper.

Klagers anførsler knyttet til at selskapet trakk sitt forslag om å endre obligasjonslånet etter salget av underliggende virksomheter, finner ikke Oslo Børs grunn til å kommentere utover å påpeke at obligasjonslånet var i Ice Group Scandinavia Holdings AS – ett av selskapene som ble solgt til Lyse.

Avslutningsvis kommenterer børsen anførselene om tilbudspris. Siden Oslo Børs ikke ser grunnlag for å pålegge tilbudsplikt, har ikke børsen tatt stilling til anførselene eller spørsmålet om tilbudspris.

Oslo Børs konkluderer med at det i informasjonen og dokumentasjonen børsen har fått presentert, fortsatt ikke foreligger grunnlag for å pålegge Lyse tilbudsplikt i AINMT.

## **8. Senere merknader i klagesaken**

Senere i klagesaken ble det inngitt merknader fra Klagerne 7. juli, 20. juli og 26. august 2022. Lyse innga merknader 15. juli. I den grad merknadene gjentar anførsler inngitt før klageomgangen, blir disse i begrenset grad gjengitt på nytt.

### **8.1 Merknader fra Klagerne 7. juli 2022**

Merknader fra Klagerne til Lyses anførsler ble inngitt 7. juli 2022. I merknadene fastholder Klagerne at etter Lyses erverv, var det eneste som gjensto av virksomhet i AINMT-konsernet å forvalte kontantbeholdningen. Dersom dette bestrides, ber Klagerne om at Lyse fremlegger tilbudet til og avtalen med AINMT samt all korrespondanse som

Lyse AS og selskapets finansielle rådgivere har hatt med AINMT ASA og dette selskapets finansielle rådgivere vedrørende tilbudet og avtalen som ble inngått.

Til Oslo Børs' påpekning av at formålet med tilbudspliktreglene er å fordele kontrollpremien mellom aksjonærene, anfører Klagerne at reglene også er ment å gi aksjonærene en mulighet til å selge sine aksjer til et rimelig vederlag ved kontrollskifte, altså avslutte investeringen i selskapet. Kravet til rimelig pris («equitable price») følger av take-over-direktivet artikkel 5.1 jf. artikkel 5.4.

Klagerne viser også til at avtalestrukturen mellom AINMT ASA og Lyse AS har hindret alternative budgivere. Det vises til børs melding 18. mars 2022, der AINMT ASA omtalte et indikativt bud på NOK 1 per aksje, men at selskapet var bundet av avtalen med Lyse. Klagerne anfører at avtalen mellom Lyse og AINMT dermed har et innhold som forhindret konkurrerende bud. Klagerne bemerker at avtalen ikke er fremlagt, og at de ikke har fått tilgang til den.

Til opplysninger om at det fra selskapets side ble arbeidet med en fortrinnsrettsemissjon, bemerker Klagerne at de, selv om de var blant selskapets største aksjonærer, aldri ble invitert til å tegne aksjer. Roy Mosvold henvendte seg til både selskapets administrasjon og finansielle rådgivere om interessen, men fikk ikke svar.

Klagerne bemerker at det var Lyse som ønsket å erverve underliggende virksomhet fremfor å by på aksjene i AINMT. Klagerne anfører at AINMT og Lyse dermed har samarbeidet for å forhindre konkurrerende bud. Klagerne viser til takeover-direktivet artikkel 3.1 (c), der styret i målselskapet anføres å måtte handle i henhold til interessene for selskapet i sin helhet og ikke hindre aksjeeiere muligheten til selv å ta stilling til bud.

Klagerne anfører at rettsvirkningen ved omgåelse av rettslige normer er at de omgåtte normene legges til grunn, jf. artikkel i Tidsskrift for Rettsvitenskap 2019/3-4 s. 269.

## **8.2 Lyses merknader 15. juli 2022**

Lyse viser til det som tidligere er sagt om hva ervervet fra AINMT faktisk omfattet og bemerker at betegnelsen på aktivaene i transaksjonene ikke kan ha betydning.

Til Klagernes anførsler om at styret og generalforsamlingen i AINMT burde ha handlet annerledes for å ivareta aksjonærenes interesser (under henvisning til avtalestrukturen som anføres å hindre alternative budgivere, at Klagerne ikke ble invitert til å tegne aksjer i en fortrinnsrettsemissjon og at selskapets styret skulle handlet i henhold til interessene for selskapet i sin helhet), anfører Lyse at dette er innsigelser som må rettes til selgerne, og ikke mot Lyse gjennom en klage til Oslo Børs og Børsklagenemnden.

Lyse anføres at det ikke kan holdes ansvarlig for interne beslutningsprosesser i AINMT, og at dette heller ikke kan danne grunnlag for tilbudsplikt. Til Klagernes anførsler om at Lyses transaksjon forhindret alternative løsninger for AINMT, synes Lyse å bemerke at det fremstår uklart hvilken relevans dette har for spørsmålet Børsklagenemnden skal behandle. Lyse anfører at påstanden er fremsatt mot bedre vitende, og viser til redegjørelser advokat Gisvold ga til Oslo Børs om AINMTs interne prosess i e-post 19. mars 2022. Lyse mener det fremgår av redegjørelsen at «tiden var på vei til å renne ut» for AINMT som følge av likviditetsutfordringer og gjeldsforfall. Videre mener Lyse det er nokså åpenbart at AINMT, etter å ha inngått bindende avtale med Lyse, ikke kunne inngå avtaler med tredjeparter om salg av samme salgsgjenstander. Lyse mener videre at advokat Gisvolds redegjørelse viser at Klagernes anførsler om at Lyses vederlag ikke «reflekterer virksomhetens markedsverdi», er ubegrunnet.

### **8.3 Kommentarer fra Klagerne 20. juli 2022**

Til Lyses anførsler om at Klagernes innsigelser bør rettes til selgerne fremfor Lyse i klagesaken, anfører Klagerne at Lyse gjennom struktureringen av avtalen har inngått et forpliktende samarbeid med aksjonærer om å stemme for avtalen i AINMT og at de ved avtalen med målselskapet har hindret konkurrerende bud. Klagerne anfører at Lyse dermed må konsolideres med aksjonærene som forpliktet seg til å stemme for salget i AINMTs generalforsamling, jf. verdipapirhandelloven § 6-5 jf. § 2-5 nr. 5. Klagerne anfører at dersom det ikke var inngått et slikt forpliktende samarbeid, ville aksjonærene stå fritt til å stemme ned tilbudet fra Lyse og forfulgt det bedre konkurrerende tilbudet, ref. Klagernes merknader av 7. juli.

Til Lyses anførsler om AINMTs anstrengte likviditet og forestående gjeldsforfall, bemerker Klagerne at AINMT hadde innkalt til obligasjonseiermøte med anmodning om utsatt forfall, og at anmodningen, som følge av avtalen med Lyse, ble trukket rett før obligasjonseiermøtet skulle avholdes. Klagerne anfører at anstrengt likviditet ikke gir unntak fra tilbudspliktreglene for ervervet.

### **8.4 Avsluttende kommentarer fra Klagerne 26. august 2022**

Klagerne fremla i dette skrivet blant annet dokumentasjon som skulle underbygge at salget til Lyse omfattet hele den operative virksomheten til AINMT.

### **9. Børsklagenemndens bemerkninger**

Hovedregelen om tilbudsplikt står i verdipapirhandelloven § 6-1 første ledd, som lyder slik:

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. Tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med § 6-8, jf. § 6-9.

Det børsnoterte selskapet i denne saken er AINMT ASA. Det er ikke erverv av aksjer i dette selskapet som begrunner kravet om at det er utløst tilbudsplikt. Bakgrunnen for kravet om at det er utløst tilbudsplikt i AINMT er at selskapet har inngått avtale med Lyse AS om salg av flere datterselskaper og andre eiendeler («Transaksjonen»). Børsklagenemnden legger til grunn at Transaksjonen i praksis omfattet hele den operative virksomheten i AINMT-konsernet. Klagerne gjør gjeldende at Transaksjonen utgjør en omgåelse av tilbudspliktregelen i verdipapirhandelloven § 6-1 første ledd og at ulovfestede regler om omgåelse gir grunnlag for å pålegge Lyse tilbudsplikt.

Børsklagenemnden vil først vise til at verdipapirhandelloven har forholdsvis detaljerte bestemmelser om hva som skal anses som et erverv som utløser tilbudsplikt, som også omfatter situasjoner som kan utgjøre omgåelsestilfeller. Av § 6-1 annet ledd nr. 1 følger det at erverv av mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i børsnotert selskap, også anses som et erverv omfattet av § 6-1 første ledd. I § 6-2 er det gitt særlige regler for erverv i form av blant annet arv og gave og ved fisjoner og fusjoner. I § 6-5 er det gitt regler om konsolidering med nærstående, som også inkluderer de man har et «forpliktende samarbeid» med, jf. § 2-5 nr. 5.

Erverv av den underliggende virksomheten til et børsnotert selskap – uten at aksjene i selskapet erverves – er etter ordlyden ikke dekket av verdipapirlovens tilbudspliktregler. Ingen av partene har heller vist til at en slik situasjon er omtalt i forarbeidene til bestemmelsene, og Børsklagenemnden kan heller ikke se at dette er omtalt i forarbeidene eller i andre relevante kilder.

Spørsmålet er imidlertid om det kan pålegges tilbudsplikt basert på en ulovfestet omgåelsesregel.

Tilbudspliktreglene gjennomfører bl.a. Norges forpliktelser etter direktiv 2004/25 om overtakelsestilbud, som etter sin ordlyd kun handler om kjøp av aksjer i børsnoterte selskaper, se definisjonen i artikkel 2. Direktivet er neppe til hinder for en norsk regel som også gjelder for innmatstransaksjoner, men dette er transaksjoner som typisk berører store verdier i børsmarkedet, der reglene skal praktiseres med virkning for en bred krets av nasjonale og internasjonale aktører innenfor og utenfor EØS-området. Her er rettslig forutsigbarhet et sentralt hensyn. På et utpreget kommersielt felt er det liten plass for fortolkninger som pålegger en aktør omfattende rettslige plikter uten støtte i lovens ordlyd eller praksis fra Høyesterett. Dette gjelder også i tilfeller der formålet med å strukturere transaksjonen slik er å unngå at det utløses tilbudsplikt.

Et hensyn bak reglene om tilbudsplikt er beskyttelse av minoritetsaksjonærene i målselskapet, «særlig ved at disse skal gis muligheten til å selge sine aksjer når kontrollen i selskapet endres, og til en pris som sikrer dem en del av den kontrollpremien tilbyder har betalt for sin posisjon i målselskapet», jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) punkt 26.1.5, slik Klagerne fremhever. Dette er også direktivets tilnærming, se fortalen. Det kontrollskifte det er snakk om i disse tekstene, er at en investor overtar det nødvendige antall aksjer i det børsnoterte selskap. Tilbudsplikten er da det rettslige virkemiddel for å sikre at også de andre aksjonærene kan selge sine aksjer. At dette skal skje til høyeste pris tilbyder har betalt eller avtalt i den relevante tidsperiode sikrer likebehandling med hensyn til en eventuell kontrollpremie som er betalt eller avtalt. Ved innmatsalg som i den nærværende sak er det ingen aksjonærer som får en kontrollpremie som andre aksjonærer ikke har fått tatt del i. Dette skiller saken fra Belship-saken (OBKN-2019-1). Det mottatte vederlaget ligger i AINMT-konsernet, og alle aksjonærene har sin forholdsmessige eierandel i dette. Et hovedhensyn bak reglene om tilbudsplikt foreligger dermed ikke.

Det er her grunn til å minne om at tilbudspliktreglenes tematikk, og positive nedslagsfelt, er at enkelte aksjonærer selger sine aksjer til en oppkjøper som overtar kontrollen med selskapet, noe som reiser likebehandlingshensyn. Dette slår ikke til når et selskap selger sine aktiva uten at visse aksjonærer i selskapet får særlige fordeler. Likebehandlingshensyn håndteres da av allmennaksjelovens generelle saksbehandlingsregler, ansvarsregler og likvidasjonsregler med mer.

Børsklagenemnden vil i den sammenheng vise til at Klagerne har opplyst at de mener vedtaket i generalforsamlingen i AINMT om Transaksjonen er ugyldig og at de vil reise sak for de alminnelige domstoler om dette. Børsklagenemnden er enig med Oslo Børs i at de innsigelser Klagerne har mot Transaksjonen mer naturlig bør forfølges etter regler i aksjeselskapslovgivningen, fremfor gjennom verdipapirhandelens regler om tilbudsplikt.

Klagerne har vist til praksis fra Høyesterett, særlig HR-2006-1749-A, HR-2012-2022-A og HR-1995-4-A. Børsklagenemnden viser til at de avgjørelsene Klagerne har vist til, gjelder andre rettsområder enn tilbudsplikt. Saken fra 2006 gjaldt arveavgift, mens de to andre avgjørelsene gjaldt omgåelse av stemmerettsbegrensninger. Nemnden kan ikke se at det utfra praksis i Høyesterett er grunnlag for å oppstille en generell omgåelsesnorm i norsk selskapsrett eller i børsretten. Børsklagenemnden kan vanskelig se at det er rom for å pålegge tilbudsplikt basert på omgåelsesbetraktninger, jf. redegjørelsen ovenfor, men trenger ikke å gå nærmere inn på dette. Som det er redegjort for ovenfor, er det i Transaksjonen ikke betalt en kontrollpremie til enkelte aksjonærer som ikke har kommet alle aksjonærene til gode. Transaksjonen innebærer ikke en illojal eller rettsstridig omgåelse av tilbudspliktreglene. Det er dermed uansett ikke grunnlag for å sette Transaksjonen til side ut fra omgåelsesbetraktninger.



De ovenstående forholdene gjør at Børsklagenemnden finner det klart at det ikke er grunnlag for å pålegge Lyse tilbudsplikt. Nemnden finner det dermed ikke nødvendig å gå grundigere inn i partenes øvrige anførsler.

Lyse har fremsatt krav om at Klagerne skal dekke Lyses omkostninger i klageomgangen med 80 000 kroner.

Saken gjelder en tvist mellom to eller flere parter, slik at børsforskriften § 12-8 første ledd får anvendelse. Børsklagenemnden har ikke funnet saken tvilsom og kan ikke se at Klagerne hadde gode grunner til å bringe saken inn for Børsklagenemnden. Nemnden finner dermed at Lyse bør tilkjennes saksomkostninger. Lyses krav på 80 000 kroner finnes å utgjøre nødvendige kostnader og legges til grunn.

Også Klagerne har fremsatt krav om å få dekket sine saksomkostninger. Slik Børsklagenemnden ser på saken er det ikke grunnlag for dette. Børsklagenemnden fatter etter dette slikt enstemmig.

\*\*\*

### **Vedtak**

1. Oslo Børs' vedtak 20. mai 2022 stadfestes.
2. Roy Mosvold, Hellesund Holding Ltd., Vaglen AS og Memento AS pålegges, en for alle og alle for en, å betale 80 000 kroner til Lyse AS innen 14 dager fra datoen for denne avgjørelsen.

### **5.2.8 TGS/Magseis Fairfield – Pliktig tilbud avklaring av pris, e-post 30.10.2022**

*E-postkorrespondanse vedrørende avklaring av pris i pliktig tilbud (Magseis Fairfield ASA) basert på beregning av 3-dagers vwap i tilbyder som følge av delvis aksjeoppgjør i det forutgående frivillige tilbudet.*

Har dere nå fastsatt prisen?

#### **Svar fra Oslo Børs 31. oktober 2022:**

Ja, NOK 8,08. Vi har lagt til grunn beregningen for 3-dager vwap, med handler 27.09, 28.09 og 29.09 frem til børsmelding om oppfyllelse av betingelser ble sendt 29.09 kl 15:20. Handler etter kl 15:20:00 er tatt ut av beregningen.

### **5.2.9 Salmar/NTS - Pliktig tilbud avklaring av pris, korrespondanse 14.11.2022**

*Korrespondanse vedrørende avklaring av pris i pliktig tilbud (NTS ASA) basert på beregning 3-dagers vwap i tilbyder som følge av delvis aksjeoppgjør i det forutgående frivillige tilbudet.*

#### **Fra Oslo Børs' kontroll av tilbudsdokument 14. november 2022:**

Vi har gjort våre beregninger og følger Arctics beregninger som et utgangspunkt [for 3-dagers vwap]. Vi har imidlertid praksis for å ikke ta med OBOE-handler (Off book on exchange) da disse potensielt kan forstyrre kursbildet sett opp mot autohandler i ordreboken.

#### **Svar i e-post 15. november 2022:**

[...]

Vi er litt usikre på børsens beregning av VWAP hvor det trekkes fra OBOE-handler. Dette er så vidt vi forstår en beregningsmåte som baserer seg på data som ikke er lett tilgjengelig i markedet og som meglerfirmaene ikke uten videre kan hente ut fra Euronext eller andre anerkjente kilder. Arctic Securities har underrettet oss at markedspraksis er å basere seg på de alminnelig tilgjengelige tallene på Euronext, hvor det ikke gjøres fratrekk.

Dette er heller ikke en praksis vi er blitt gjort oppmerksom på ved utformingen av de siste tilbudsdokumentene vi har laget hvor det er et oppgjør med aksjer i tilbyder. Det hadde vært utrolig fint om vi kunne fått litt mer bakgrunn på denne beregningsmetoden og gjerne hvor disse justerte tallene er tilgjengelige så tilbyder har mulighet til å ettergå det samme.

### **5.3 Dispensasjon fra tilbudsplikt**

#### **5.3.1 Solon Eiendom Holding AS – Dispensasjon fra plikt til å fremsette tilbud på aksjene i Solon Eiendom ASA, 12.01.2022**

##### **1. Søknaden**

Det vises til søknad av 4. januar 2022, etterfølgende korrespondanse per telefon 5. januar 2022 og dokumentasjon oversendt per e-post 9. januar 2022 (samlet «**Søknaden**») fra Advokatfirmaet Thommessen AS hvor det på vegne av Solon Eiendom Holding AS («**SEH**») søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt i Solon Eiendom ASA («**Solon**») i forbindelse med SEHs erverv av aksjepost på 88,11 % i Solon som ble overført til SEH den 22. desember 2021. Slikt erverv trigget tilbudsplikt for SEH iht. verdipapirhandeloven («**vphl**») § 6-1 (1) og (6). Videre ervervet SEH ytterligere aksjer 30. desember 2021 med det resultat at SEH nå eier 90,146 % av aksjene i Solon. Begge aksjeposter ble ervervet av SEH fra Samhallsbyggnadsbolaget i Norden AB (publ) («**SBB**»), som selv fremmet et pliktig tilbud på aksjene i Solon 22. desember 2021.

Det søkes om dispensasjon fra SEHs tilbudsplikt etter vphl. § 6-2 (3) mot at det gjennomføres tvungen overføring av resterende i aksjer i Solon i tråd med vilkårene i vphl. § 6-22 (3). Søknaden er blant annet begrunnet med henvisning til tidligere børspraksis, at SEH selskapsrettslig er i posisjon til å gjennomføre tvungen overføring av de resterende aksjene i Solon, og at fremsettelse av et pliktig tilbud parallelt med SBBs tilbud vil være forvirrende og u hensiktsmessig for minoritetsaksjonærene i Solon.

##### **2. Rettslig grunnlag**

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.*»

Vphl. § 6-5 om konsolidering lyder: «*(1) I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5. Tilbudsplikt inntreer uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av*

aksjeeierens nærstående som nevnt i § 2-5. Ved vurderingen av om det inntreer gjentatt tilbudsplikt regnes tilbud som tidligere er fremsatt av nærstående som nevnt i § 2-5, like med en erververs tidligere fremsatte tilbud. (2) Tilbudsmyndigheten avgjør om det skal foretas identifikasjon etter første ledd. Tilbudsmyndighetens vedtak skal meddeles deltakerne i den i gruppen som er gjenstand for identifikasjon.»

Vphl. § 2-5 om nærstående lyder: «Som noens nærstående menes: 1. (...), 2. (...), 3. selskap innen samme konsern som vedkommende, 4. selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2 eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd, allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd, 5. noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres.»

Allmennaksjeloven («**asal**») § 1-3 annet ledd lyder: «Et allmennaksjeselskap er et morselskap hvis det på grunn av avtale eller som eier av aksjer eller selskapsandeler har bestemmende innflytelse over et annet selskap. Et allmennaksjeselskap skal alltid anses å ha bestemmende innflytelse hvis selskapet: 1. eier så mange aksjer eller andeler i et annet selskap at de representerer flertallet av stemmene i det andre selskapet, eller 2. har rett til å velge eller avsette et flertall av medlemmene i det andre selskapets styre.»

Vphl. § 6-22 om tvungen overføring av aksjer i forbindelse med tilbudsplikt og frivillig tilbud lyder: «(1) Har tilbyder etter fremsettelse av pliktig eller frivillig tilbud etter § 6-19 ervervet mer enn ni tideler av de stemmeberettigede aksjene i målselskapet og en tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen, kan tilbyder beslutte overføring av de øvrige aksjer i henhold til lov om allmennaksjeselskaper § 4-25. Gjenværende aksjeeiere har rett til å kreve at tilbyder overtar aksjene. (2) (...) (3) Har tilbyderen etter å ha satt frem frivillig tilbud ervervet eierandel som angitt i første ledd, kan tvungen overføring av aksjer finne sted uten at det først er fremsatt pliktig tilbud dersom følgende vilkår er oppfylt: 1. tvungen overføring iverksettes senest fire uker etter at erverv av aksjer ved frivillig tilbud er gjennomført, 2. løsningssummen tilsvarende minst det laveste beløp tilbudsprisen ville ha vært ved pliktig tilbud, og 3. det stilles tilsvarende garanti som ved fremsettelse av pliktig tilbud etter § 6-10 syvende ledd. Allmennaksjeloven § 4-25 femte ledd gjelder ikke i den utstrekning det er stilt slik garanti.»

### 3. Faktiske forhold

SBB fremmet et pliktig tilbud på aksjene i Solon gjennom et tilbudsdokument datert 22. desember 2021 («**SBBs tilbudsdokument**»). SBB eide på det tidspunktet 89,05 % av aksjene i Solon. Tilbudsperioden varer til og med 20. januar 2022.

I tilbudsdokumentet ble det informert om at SBB hadde inngått en avtale datert 19. desember 2021 med OBOS BBL («**OBOS**») om samarbeid og eierskap til SBBs aksjer i Solon.

I henhold til avtalen skulle SBB overføre sine aksjer i Solon til SEH som tingsinnskudd, og deretter selge 50,5 % av aksjene i SEH til OBOS (49,5 %) og Jan-Erik Sigurd Højvall (styremedlem i Solon) og andre medlemmer av ledelsen i Solon («**JESH m.fl.**») (1 %) («**SEH-transaksjonen**»). Tingsinnskuddet ble overført til SEH på formiddagen 22. desember 2021 i forbindelse med en kapitalforhøyelse ved økning av pålydende i SEH. Kapitalforhøyelsen ble registrert i Foretaksregisteret som gjennomført 23. desember 2021. SEH ble som følge av tingsinnskuddet eier av 88,11 % av aksjene i Solon (SBB har beholdt en aksjepost på 0,94 % i Solon). Overføringen av aksjer i SEH til OBOS og JESH m.fl. ble gjennomført på ettermiddagen / kvelden 22. desember 2021.

I henhold til avtalen skal SBB også overføre til SEH alle eventuelle Solon-aksjer som SBB erverver i tilbudet eller i en påfølgende tvangsinnløsning, samt at eventuelle nye aksjer utstedt av SEH til SBB som følge av dette skal bli solgt til OBOS og JESH m.fl. på samme vilkår som i SEH-transaksjonen.

SBB har ervervet aksjer i Solon utenfor det pliktige tilbudet. Slike aksjer ble ervervet av SEH

30. desember 2021 slik at SEH nå eier 90,146 % av aksjene og stemmene i Solon. SEH har dermed selskapsrettslig grunnlag for å gjennomføre en tvungen overføring av de resterende aksjene i Solon, jf. asal. § 4-25. Etter vphl. § 6-22 forutsetter imidlertid adgangen til å gjennomføre tvangsinnløsning at det først er fremsatt et pliktig eller frivillig tilbud.

#### **4. Børsens vurdering**

##### **4.1. Utløsning av tilbudsplikt for SEH**

SEHs erverv av aksjeposten på 88,11 % i Solon, som ble overført den 22. desember 2021, utløste tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 (1) ved at SEH ble eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i Solon. I Søknaden anføres det at tilbudsplikten også ble utløst av vphl. § 6-1 (6), og at Oslo Børs dermed kan vurdere dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3).

Vphl. § 6-1 (6) er hjemmel for at tilbudsplikt inntreffer på grunnlag av konsolidering. SEH passerer tilbudspliktgrensen alene, og utløser dermed tilbudsplikt etter § 6-1 (1) uavhengig av § 6-1 (6). Av ordlyden vil imidlertid også sjette ledd kunne være hjemmel for tilbudsplikt hvor erververen alene passerer tilbudspliktgrensen. Av NOU 2005:17 s. 75 fremgår det at bestemmelsen i sjette ledd er en presisering av hovedregelen i første ledd. I tilfeller hvor ervervet er gjort fra en nærstående, og erververen alene passerer tilbudsplikten, vil tilbudsplikten dermed utløses etter både § 6-1 (1) og (6).

Aksjeposten ble ervervet av SEH mens SBB fortsatt eide 100 % av aksjene i SEH. På ervervstidspunktet var dermed SBB og SEH nærstående etter vphl. § 2-5 nr. 3 (samme konsern) og nr. 4 (bestemmende innflytelse). SEHs tilbudsplikt ble dermed også utløst av vphl. § 6-1 (6), jf. § 6-5 jf. 2-5 nr. 3 og 4.

Kort tid etter ervervstidspunktet, og nå på søknadstidspunktet, eier SBB kun 49,5 % av SEH slik at partene ikke lenger er nærstående etter vphl. § 2-5 nr.3 og 4. Det fremgår imidlertid av Søknaden at SBB og SEH har et forpliktende samarbeid hvor formålet er at SEH skal bli eier av 100 % av aksjene i Solon og at Solon skal tas av børs, og at partene dermed er nærstående etter § 2-5 nr. 5. Oslo Børs er enig i at partene kan identifiseres med hverandre på slikt grunnlag, herunder at partene er nærstående da det må antas at de har et forpliktende samarbeid med hensyn til hvordan SEH skal gjøre bruk av rettighetene som eier av aksjene i Solon. Det foreligger dermed fortsatt identifiseringsgrunnlag som åpner for at Oslo Børs kan vurdere dispensasjon etter § 6-2 (3), jf. § 6-1 (6) jf. § 6-5 jf. § 2-5 nr. 5.

##### **4.2. Dispensasjon**

Oslo Børs, i egenskap av å være 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. I NOU 2005: 17 s. 27 presiseres det at unntaksadgangen vil være snevrere ved konsolidering på bakgrunn av personlig nærstående eller forpliktende samarbeid enn ved overdragelser innen grupper som er konsolidert basert på at man er innen samme

konsern eller at det foreligger bestemmende innflytelse iht. asal. § 1-3 (2). Dette begrunnes med at de hensyn som tilsier at det gjøres unntak i mindre grad vil være til stede når konsolidering skjer på bakgrunn av personlig nærstående eller forpliktende samarbeid.

På tidspunktet for overføring av Solon-aksjene til SEH eide SBB 100 % av aksjene i SEH. På ervervstidspunktet forelå det dermed identifiseringsgrunnlag basert på konsern og bestemmende innflytelse, samt at ervervet ikke medførte kontrollskifte til Solon-aksjene. Etersom SBB etter SEH-transaksjonen har gått fra å eie 100 % til 49,5 % av SEH og de underliggende Solon-aksjene som har blitt overført til SEH, har det skjedd et kontrollskifte med hensyn til de overførte Solon-aksjene. I tillegg er den nåværende identifiseringen av SBB og SEH basert på forpliktende samarbeid.

Som utgangspunkt og som hovedregel vil Oslo Børs i normaltilfeller ikke gi dispensasjon i slike tilfeller av kontrollskifte. Oslo Børs vil også som utgangspunkt og som hovedregel være svært forsiktig med å gi dispensasjon ved slikt identifiseringsgrunnlag. Dette fordi at et forpliktende samarbeid senere kan opphøre med det resultat at det skjer et kontrollskifte. Det vises i den forbindelse til NOU 2005:17 s. 26-27 hvor det fremmes en bekymring for å lage unntaksregler som «innebærer en uthuling av tilbudsplikten gjennom unntak som reelt åpner for kontrollskifte uten tilbudsplikt». Det uttales videre at «Mulighetene for at slike overdragelser utgjør omgåelser av tilbudsplikten er også sterkere», men at slike overdragelser «i enkelte tilfeller bør kunne unntas fra tilbudsplikt».

Formålet med å vurdere om det har skjedd eller foreligger risiko for at det vil skje et kontrollskifte knytter seg til hensynene bak reglene om tilbudsplikt. Det sentrale hensynet bak reglene om tilbudsplikt følger blant annet av Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 373, og er et behov for «beskyttelse av minoritetsaksjeeierne i målselskapet, særlig ved at disse skal gis muligheten til å selge sine aksjer når kontrollen i selskapet endres, og til en pris som sikrer dem en del av den kontrollpremien tilbyder har betalt for sin posisjon i målselskapet».

I foreliggende sak løper det et pliktig tilbud fra SBB på minoritetsaksjonærenes aksjer i Solon. Minoritetsaksjonærene har dermed gjennom SBBs tilbud allerede mulighet til å selge sine aksjer etter at kontrollen i selskapet ble endret. Det påpekes i denne forbindelse at minoritetsaksjonærene også ble informert om kontrollskiftet i SBBs tilbudsdokument. Videre ber søker selv om dispensasjon fra tilbudsplikten mot at det gjennomføres tvungen overføring av resterende i aksjer i Solon i tråd med vilkårene i vphl. § 6-22 (3). Oslo Børs vurderer at slike vilkår blant annet vil sikre at minoritetsaksjonærene i Solon får solgt sine aksjer til en pris som sikrer dem en del av den kontrollpremien som SEH har betalt for sin posisjon i målselskapet.

Adgangen til å sette vilkår for dispensasjon følger av alminnelige forvaltningsrettslige regler, og presiseres også i NOU 2005:17 s. 27. Oslo Børs har tidligere gitt dispensasjon med vilkår om at det gjennomføres tvungen overføring av resterende i aksjer i tråd med vilkårene i vphl. § 6-22 (3). Det vises i den forbindelse til børsens vedtak gjengitt i Vedtak og uttalelser 2008 s. 123 (DOF Subsea ASA - Dolphin Invest 1 AS). I slik sak eide DOF ASA 57,17 % av aksjene i DOF Subsea ASA, og ønsket å fremsette et tilbud på resten av aksjene betinget av aksept som ga mer enn 90 %. Grunnet eierandelen på 57,17 % ville gjennomføringen av tilbudet ikke passere noen tilbudspliktgrense, og tilbudet var heller ikke et frivillig tilbud etter vphl. § 6-19. DOF ASA hadde også inngått avtale med First Reserve Corporation om å overdra aksjene i DOF Subsea ASA til Dolphin Invest 1 AS som skulle eies 51 % av DOF ASA og 49 % indirekte av First Reserve Corporation. Slik overføring ville utløse tilbudsplikt. Det ble i vedtaksbrevet uttalt at situasjonen var utenfor dispensasjonsregelens kjerneområde. Det

ble likevel gitt dispensasjon med henvisning til planlagt tvangsinnløsning, og med vilkår om at tvangsinnløsningen ble gjort i tråd med vilkårene i vphl. § 6-22 (3).

Også i foreliggende sak er det planlagt tvangsinnløsning. Det er videre planlagt at Solon skal tas av børs. Ettersom SEH allerede eier over 90 % av aksjene i Solon, vil slike handlinger bli gjort så snart som mulig. Dersom SEH fremsetter et pliktig tilbud på aksjene i Solon kombinert med tvungen overføring av aksjer, vil slik tvungen overføring tidligst kunne besluttes og gjennomføres etter at det pliktige tilbudet er fremsatt. Det bemerkes også at SBB på tidspunktet for fremsettelsen av sitt pliktige tilbud eide 89,05 % av aksjene i Solon, og at en intensjon om tvangsinnløsning ble informert om i SBBs tilbudsdokument. En tvangsinnløsningssituasjon for SBB iht. både allmennaksjeloven og verdipapirhandeloven var dermed høyst sannsynlig. Dersom SEH-transaksjonen ikke hadde blitt gjennomført ville SBB etter utløpet av sitt pliktige tilbud, herunder etter børsstutt 20. januar 2022, kunne gjennomføre slik tvungen overføring av aksjer. Det er samme dato som SEH har frist for å fremsette sitt pliktige tilbud.

I ovennevnte vedtak fra 2008 forelå det identifiseringsgrunnlag basert på bestemmende innflytelse og samme konsern. Hovedforskjellen fra DOF-saken og foreliggende sak er altså identifiseringsgrunnlaget og at DOF ASA beholdt den bakenforliggende kontrollen gjennom sitt 51 %-eierskap.

Oslo Børs mener likevel at det også i foreliggende sak foreligger slike særlige grunner at det kan gis dispensasjon fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3) med vilkår om at det gjennomføres tvungen overføring av de resterende aksjer i tråd med vilkårene i vphl. § 6-22 (3). I tillegg stilles det vilkår om at slik tvungen overføring av aksjer ikke gjennomføres før etter at tilbudsperioden for det løpende tilbudet fra SBB er utløpt.

Dispensasjonen begrunnes med at Oslo Børs vurderer at de nevnte hensyn bak tilbudspliktreglene blir ivaretatt i den foreliggende saken. Dette er de samme hensyn som begrunner vurderingsmomentet om kontrollskifte og at unntaksadgangen ved identifisering på grunnlag av forpliktende samarbeid er snever. Minoritetsaksjonærene har som nevnt allerede mulighet til å selge sine aksjer i det løpende tilbudet fra SBB, og vil også få solgt sine aksjer gjennom en tvangsinnløsning besluttet av SEH. Grunnet vilkår om tvangsinnløsning i tråd med vilkårene i vphl. § 6-22 (3), vil minoritetsaksjonærene motta en pris per aksje som sikrer dem en del av den kontrollpremien som SEH har betalt for sin posisjon i Solon. Det foreligger derfor ikke noe reelt behov for at SEH fremsetter et pliktig tilbud. Et pliktig tilbud (alene eller kombinert med tvungen overføring av aksjer) som fremsettes av SEH parallelt med eller etter utløpet av SBBs tilbud vil dessuten være uhensiktsmessig for minoritetsaksjonærene, SEH og av prosessøkonomiske hensyn.

For ordens skyld vises det også til vedtak 28. desember 2016 gjengitt i Vedtak og uttalelser 2016 s. 209 (Wilson ASA) hvor Oslo Børs som tilbudsmyndighet vurderer å ha myndighet til å innvilge dispensasjon fra tilbudsplikt også etter at tilbudsplikten er utløst. I den saken vurderte man skadevirkningene ved å gi slik dispensasjon etter at tilbudsplikten er utløst, herunder om det oppstår uheldige situasjoner med hensyn til hvilken informasjon markedsaktører baserer sine investeringsbeslutninger på. Oslo Børs bemerker at minoritetsaksjonærene gjennom SBBs tilbudsdokument, og markedet gjennom flaggemeldinger, implisitt er varslet om at det vil søkes om dispensasjon fra SEHs tilbudsplikt. Basert på dette kombinert med de forhold som begrunner selve dispensasjonen vurderer Oslo Børs at det ikke foreligger slike skadevirkninger, og at dispensasjonen kan innvilges til SEH også etter at tilbudsplikten er utløst.

Dispensasjoner fra tilbudsplikt bør inneholde en tidsramme for gjennomføring. I tråd med gjennomføringsvilkårene i vphl. § 6-22 (3) nr. 1 må tvungen overføring skje innen en frist på fire uker. Slik frist skal i denne sak regnes fra etter utløpet av SBBs tilbud slik at

tvungen overføring skal tre i kraft senest innen utløpet av 18. februar 2022. Som nevnt er det også et vilkår for dispensasjonen at tvangsinnløsningen ikke gjennomføres før etter at tilbudsperioden for det løpende tilbudet fra SBB er utløpt, altså tidligst 20. januar 2022 etter kl. 16:30. Oslo Børs skal oversendes nødvendig dokumentasjon og erklæring med hensyn til tilbudspris og priskontroll iht. vphl. § 6-22 (3) nr. 2 samt tilfredsstillende garanti i tråd med § 6-22 (3) nr.3 før gjennomføring av tvungen overføring.

Grunnet sakens spesielle karakter vil dispensasjonen også gjelde eventuelle ytterligere erverv av aksjer i Solon utover den samlede aksjeposten på 90,146 %, f.eks. aksjer som erverves av SBB under sitt pliktige tilbud og som så overføres til SEH.

## **5. Vedtak**

Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

*«Det gis, etter vphl. § 6-2 (3), dispensasjon fra tilbudsplikt i Solon Eiendom ASA for Solon Eiendom Holding AS' erverv av den samlede aksjeposten på 90,146 % av aksjene i Solon Eiendom ASA på følgende vilkår:*

- (i) Solon Eiendom Holding AS gjennomfører tvungen overføring av aksjene i Solon Eiendom ASA i tråd med vilkårene i verdipapirhandelloven § 6-22 tredje ledd, dog slik at tvungen overføring skal tre i kraft senest innen fire uker etter at tilbudsperioden i det pliktige tilbudet fra Samhållsbyggnadsbolaget i Norden AB (publ) er utløpt; og*
- (ii) at slik tvungen overføring av aksjer ikke gjennomføres før etter at tilbudsperioden for det pliktige tilbudet fra Samhållsbyggnadsbolaget i Norden AB (publ) er utløpt.*

*Tvungen overføring må dermed tre i kraft tidligst 20. januar 2022 etter kl. 16:30 og senest innen utløpet av 18. februar 2022.*

*Dispensasjon med nevnte betingelser vil gjelde tilsvarende ved eventuelle ytterligere erverv av aksjer i Solon Eiendom ASA av Solon Eiendom Holding AS.*

*Solon Eiendom Holding AS skal sørge for at det ved alminnelig børsmelding offentliggjøres at Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har vedtatt å gi dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) for 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 når tvungen overføring gjennomføres.

### **5.3.2 RAK Petroleum plc – Exemption from the mandatory bid obligation, 04.02.2022**

#### **1. The Application**

Reference is made to the letter from Advokatfirmaet Thommessen AS dated 10 November 2021 with appendices and the subsequent supplementary information provided by e-mail in November and December 2021 and telephone in January 2022 (jointly the "**Application**"), for and on behalf of Bijan Mossavar-Rahmani ("**BMR**"), a limited liability company to be established and controlled by BMR (the "**LLC**") and one or more trusts to be established for the benefit of BMR's descendants (the "**Trust**"). In the Application it is applied for an exemption from the mandatory bid obligation, cf. the Norwegian Securities Trading Act ("**STA**") section 6-2 (3), in connection with a contemplated indirect ownership restructuring related to RAK Petroleum plc. ("**RAKP**")

(as described under item 3 below). In the Application it is argued that the restructuring will not change or lead to any change of the ultimate control of the underlying RAKP shares.

## 2. Legal basis

STA section 6-1 (1) regarding the mandatory bid obligation in connection with share acquisitions states: "Any person who through acquisition becomes the owner of shares representing more than 1/3 of the voting rights in a Norwegian company the shares of which are quoted on a Norwegian regulated market is obliged to make a bid for the purchase of the remaining shares in the company."

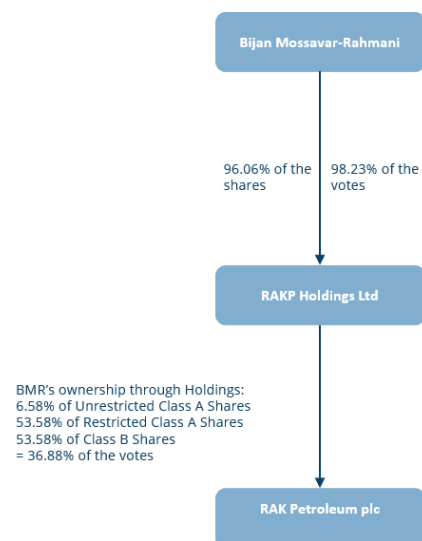
STA section 6-1 (2) expands the share acquisition term to also include certain indirect acquisitions: "The following are also regarded as acquisitions under subsection (1): 1. shares representing more than 50 per cent of the votes of a company whose principal activity consists in owning shares in a company as mentioned in subsection (1), 2. (...), 3. a corresponding owner interest in a foreign company with a form of business organisation equivalent to that mentioned in no. 1 or no. 2, as well as other foreign undertakings if the takeover supervisory authority so determines."

Pursuant to the STA section 6-1 (6) the mandatory bid obligation may furthermore be triggered by consolidation of parties: "Subsection (1) applies correspondingly in the event of acquisition by someone with whom the acquirer is consolidated pursuant to section 6-5, when the acquirer alone or together with one or more of the related parties crosses the mandatory offer threshold as a result of the acquisition."

The STA section 6-5 regarding consolidation reads as follows: "(1) Under the mandatory bid rules, shares owned or acquired by a shareholder's related parties as mentioned in section 2-5 are considered equal to the shareholder's own shares. The mandatory bid obligation comes into play independently of whether the acquisition is undertaken by the shareholder himself or by the shareholder's related parties as mentioned in section 2-5. (...) (2) The takeover supervisory authority shall decide whether consolidation shall be carried out pursuant to subsection (1). The takeover supervisory authority shall communicate its decision to the participants in the group so consolidated."

Furthermore, the STA section 2-5 states that: "'Related party' of a person or entity means: (...) 4. an undertaking over which the said person or entity (...) exercises such influence as mentioned in (...) the Public Limited Companies Act section 1-3 subsection (2) (...), 5. a party with whom the said person or entity must be assumed to be acting in concert in the exercise of rights accruing to the owner of a financial instrument, including in cases where a bid is frustrated or prevented."

The legal basis for making a resolution on exemption from the mandatory bid obligation is stated in the STA section 6-2 (3): "The takeover supervisory authority may in special cases make exceptions from the mandatory bid obligation in the case of acquisition by someone with whom the acquirer is consolidated pursuant to section 6-5; see section 6-1 subsection (6)."





### 3. Factual circumstances

The chart shows the current ownership structure.

BMR currently holds 96.06% of the shares and 98.23% of the voting rights in RAKP Holdings Ltd. ("**Holdings**"). The remaining 3.94% of the shares are held by six different US based shareholders. There are several share classes, and each share class mirrors the share classes in RAKP.

We have been informed that, pursuant to the Articles of Association of Holdings, the shareholders' shares in Holdings are exchangeable with the underlying shares in RAKP, and each of the shareholders in Holdings has the right to control the voting of its underlying RAKP shares separately. Each shareholder in Holdings is the beneficial owner of the underlying RAKP shares held by such shareholder through its ownership in Holdings, as if Holdings were a "nominee". BMR's ownership in Holdings represents 36.88% of the votes in RAKP. Thus, BMR is the beneficial owner of shares in RAKP representing 36.88% of the votes (12,801,236 unrestricted class A shares, 63,030,824 restricted A shares and 63,030,824 B shares).

The contemplated restructuring consists of three steps (jointly the "**Restructuring**");

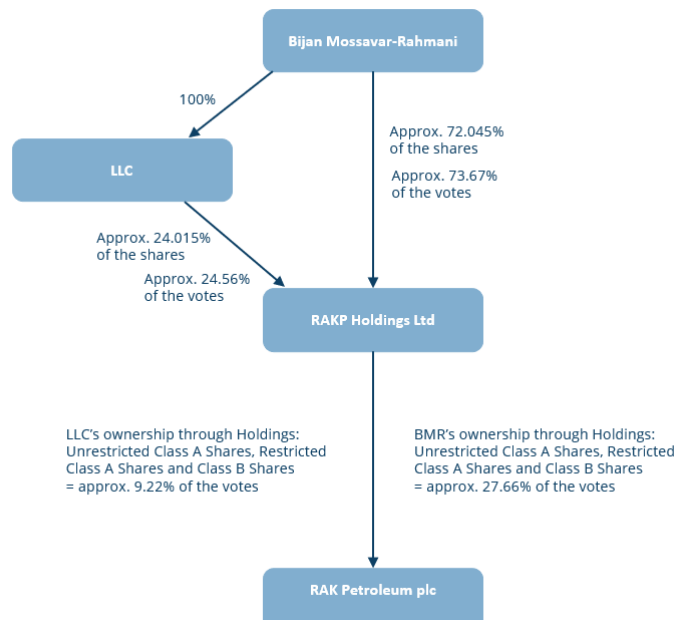
#### Step 1 – establishment of LLC and Trust:

BMR will establish the Trust, and establish and control the LLC. The entities will be established under US law.

#### Step 2 – transfer of shares in Holdings to LLC:

BMR will transfer a certain number of his shares in Holdings to the LLC. The number of shares to be transferred will represent the beneficial ownership to shares in RAKP with an approximate value of USD 25 million. We have been informed that shares in RAKP with such value constitute approximately 1/4<sup>th</sup> of BMR's shares in RAKP held through Holdings (equivalent to approximately 9.22% of the aggregate voting rights in RAKP).

The exact number of shares in Holdings to be transferred to the LLC will depend on the NOK/USD exchange rate. However, based on the above (a transfer representing underlying RAKP shares with a value of approximately USD 25 million), approximately 24.015% of the shares and 24.56% of the voting rights in Holdings will be transferred to the LLC (1/4<sup>th</sup> of BMR's shares and votes in Holdings today). The transfer will be made without consideration.

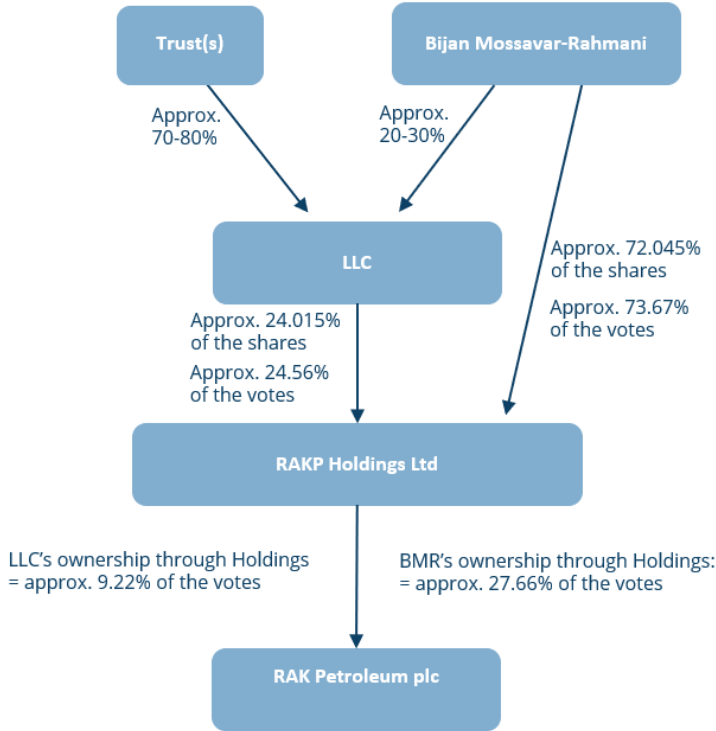


The ownership structure after step 2 will be as follows:

Step 3 – transfer of shares in LLC to Trust:

After step 2, BMR will transfer approximately 70-80% of the units and voting rights in the LLC to the Trust (representing approximately 20% of all shares and voting rights in Holdings and 7% of RAKP, or 70-80% of the voting rights which the LLC holds in RAKP through Holdings). The transfer will be made without consideration.

The ownership structure after step 3 will be as follows:



Agreements between the parties:

In connection with the Restructuring, a share transfer agreement and LLC agreement will be entered into between BMR and the LLC, and both BMR and the Trust will be bound by a trust deed (jointly the “**Agreements**”). Pursuant to the Agreements, for as long as the LLC holds an interest in Holdings and/or in RAKP, BMR will 1) retain and at all times hold sole voting control over the LLC's shares in Holdings and the underlying shares in RAKP and 2) possess the exclusive, non-transferable power to direct the management and policies of the LLC with respect to its interest in Holdings. Thus, it is argued in the Application that the Restructuring will not change or lead to any change of the ultimate control of the underlying RAKP shares.

The Trust will however have a financial interest in the underlying RAKP shares, for instance so that any distributions on the relevant RAKP shares may be distributed up through Holdings to LLC and further up to the shareholders in LLC, i.e. BMR and Trust.

#### **4. Oslo Børs' assessment**

##### 4.1. Whether the Restructuring triggers a mandatory bid obligation

In the Application, an exemption from the mandatory bid obligation is requested *if Oslo Børs should be of the opinion that the contemplated Restructuring would trigger a mandatory bid obligation.*

There is no direct transfer of shares in RAKP in the Restructuring. As the Restructuring amends the indirect and beneficial ownership, the relevant section of the STA is 6-1 (2) no. 1 cf. no. 3, i.e. whether the LLC following the Restructuring becomes the owner of "shares representing more than 50 per cent of the votes of a company whose principal activity consists in owning shares in a company as mentioned in subsection (1)", i.e. in RAKP. By the Application, Oslo Børs understands that Holdings' principal activity consists in owning shares in RAKP.

Following the Restructuring, the LLC holds approximately 24% of the shares and votes in Holdings. Thus, the LLC's ownership alone does not trigger a mandatory bid obligation pursuant to STA section 6-1 (1) or (2). The LLC and BMR do however jointly hold shares in Holdings crossing the threshold of 50% cf. the STA section 6-1 (2) no. 1 cf. no. 3. Thus, the question is whether the LLC and BMR constitute a new consolidated group resulting in the LLC's acquisition triggering the mandatory bid obligation, cf. the STA section 6-1 (6), i.e. if the LLC and BMR are related parties pursuant to the STA section 2-5.

BMR will only hold 20-30% of the units in the LLC, and by the provided information we understand that the Trust has voting rights in LLC based on its ownership percentage. BMR will thus not have determinative influence over the LLC through its ownership percentage or voting rights in the LLC, cf. the STA section 2-5 no. 4, cf. the Public Limited Liability Companies Act section 1-3 (2) alternative 1. However, we have been informed that the LLC will be managed by a Managing Member alone instead of a board, and that BMR pursuant to the LLC agreement irrevocably shall be the Managing Member. Furthermore, we have been informed that BMR irrevocably shall be (and appoint) the Investment Manager of the LLC. Thus, it is our understanding that BMR will have determinative influence over the LLC by appointing and holding such irrevocable roles, cf. the STA section 2-5 no. 4, cf. the Public Limited Liability Companies Act section 1-3 (2) alternative 2. The LLC and BMR are thus related parties pursuant to the STA section 2-5 no. 4.

Furthermore, the LLC's sole business is to own shares in Holdings. As mentioned under item 3 (Factual circumstances), BMR will pursuant to the Agreements; 1) retain and at all times hold sole voting control over the LLC's shares in Holdings and the underlying shares in RAKP, and 2) possess the exclusive, non-transferable power to direct the management and policies of the LLC with respect to its interest in Holdings. With such long-term and extensive co-operation, the LLC and BMR (and the Trust) must be assumed to be acting in concert in the exercise of rights accruing to the LLC as owner of shares in Holdings and of the underlying shares in RAKP. The LLC and BMR are thus also related parties pursuant to the STA section 2-5 no. 5.

Based on the above, the LLC and BMR constitute a new consolidated group resulting in the LLC's acquisition triggering the mandatory bid obligation, cf. the STA section 6-1 (6), by on a consolidated basis holding "shares representing more than 50 per cent of the votes of a company [Holdings] whose principal activity consists in owning shares in a company as mentioned in subsection (1) [RAKP]". Thus, the Agreements form the basis for the consolidation by which the LLC's acquisition triggers the mandatory bid obligation, both with regard to determinative influence and binding co-operation.

Furthermore, we understand that the Application also applies for an exemption from the mandatory bid obligation with regard to the transfer of units in the LLC to the Trust (and thus the indirect ownership to shares in Holdings and the underlying RAKP shares). The Trust becomes owner of 70-80% of the units and voting rights in the LLC. We have been informed that the LLC's only activity consists in owning shares in Holdings. However, it is RAKP and not Holdings that is a listed company. Thus, the transfer of units in the LLC to the Trust is not directly covered by the wording in STA section 6-1 (2) no. 1 cf. no. 3, cf. STA section 6-1 (1) regarding becoming the owner of shares or having the owner interest "representing more than 50 per cent of the votes of a company whose principal activity consists in owning shares in a company as mentioned in subsection (1) [RAKP]". Oslo Børs has however previously considered that both the preparatory work and policy considerations (Nw. "reelle hensyn") argue that the provision also applies to events with two intermediate companies as long as the ownership structure gives the shareholder de facto control over the listed shares and the companies' principal activity is to own shares in the listed company. Reference is in this connection made to Circulars, decisions and statements 2011 p. 133 (the Stock Exchange Appeals Committee's case 1/2011: Wilh. Wilhelmssen) (p. 144-145). The Appeals Committee decided not to assess the matter as it in such case was sufficient to assess the question of consolidation (p. 148).

As the LLC's shares in Holdings mirrors the underlying shares in RAKP as if Holdings were a "nominee", and as the LLC's shares in Holdings are exchangeable with the underlying shares in RAKP, the LLC's principal (and only) activity does indirectly consist of owning the underlying RAKP shares, and may in this regard be considered to be covered by STA section 6-1 (2) no. 1 cf. no. 3.

The assessment of whether the 50% threshold in STA section 6-1 (2) no. 1 is fulfilled must reflect that Holdings is planned to be the company directly holding the underlying RAKP shares, and that Holdings is not fully owned by the LLC. As mentioned under item 3 (Factual circumstances – step 3), the 70-80% of the units and voting rights in the LLC transferred to the Trust only represents approximately 20% of all shares and voting rights in Holdings and 7% of the underlying RAKP shares.

If the LLC's shares in Holdings were exchanged with the underlying shares in RAKP, as they may, the LLC would hold shares directly in RAKP. Such potential direct ownership would correspond with the indirect ownership that the LLC is planned to hold in RAKP through Holdings. The Trust would thus hold 70-80% of the LLC which in turn would directly hold 7% of the voting rights in RAKP.<sup>1</sup> However, in the current non-exchange situation, the Trust's ownership in the LLC of 70-80%, reflecting that Holdings will be an intermediate company not owned 100% by the LLC, may be viewed as indirectly representing approximately 20% of the shares and voting rights of a "company [Holdings] whose principal activity consists in owning shares in a company as mentioned in subsection (1) [RAKP]". Thus, the Trust does not reach the threshold of 50% in STA section 6-1 (2) no. 1 alone. The Trust indirectly and BMR directly do however jointly hold shares or have the owner interest which represent more than 50% of all shares and voting rights in Holdings. The Trust's acquisition may thus trigger the mandatory bid obligation if the Trust and BMR are considered a new consolidated group, cf. the STA section 6-1 (6), i.e. if the Trust and BMR are related parties pursuant to the STA section 2-5.

We have not been given any information indicating that BMR has determinative influence over the Trust directly. However, the Trust will be bound by the Agreements giving BMR

---

<sup>1</sup> The LLC's voting rights in RAKP would in such event not represent more than 1/3 of the votes in RAKP cf. STA section 6-1 (1). However, the LLC and BMR would on a consolidated basis represent voting rights above 1/3 in RAKP, cf. the Agreements and the consolidation assessment above. The exchange would thus trigger a mandatory bid obligation for the LLC.

control over the LLC with respect to its interests in Holdings and the underlying RAKP shares. BMR is therefore indirectly given control over the Trust's control in the LLC as LLC's sole business is owning shares in Holdings and the underlying RAKP shares. It can thus be assumed that BMR and the Trust are acting in concert in the exercise of rights; 1) accruing to the Trust, as owner of units in the LLC, with regard to the underlying shares in Holdings and RAKP, and 2) accruing to the LLC as owner of shares in Holdings and of the underlying shares in RAKP. The Trust and BMR are thus also related parties pursuant to the STA section 2-5 no. 5, and the Trust's acquisition thus triggers the mandatory bid obligation on a consolidated basis.

For the sake of order, and with reference to STA section 6-2 (1) which exempts acquisitions in the form of gifts from triggering a mandatory bid obligation, Oslo Børs notes that the transfer of shares in Holdings to LLC and the transfer of units in LLC to Trust do not seem as gifts in the traditional sense given the content of the Agreements. To the extent a dispensation is granted in the present case, such assessment is nevertheless not of significance.

#### 4.2. Exemption from the mandatory bid obligation

Oslo Børs, in its capacity as takeover supervisory authority, may in special cases (Nw: "særlige tilfeller") make exceptions from the mandatory bid obligation in the case of acquisition by someone with whom the acquirer is consolidated, cf. the STA section 6-2 (3). In the preparatory works for the STA, cf. NOU 2005:17 and Ot.prp. no. 34 (2006-2007), regarding whether or not an exemption from the mandatory bid obligation should be granted, it is expressed that it shall be placed emphasis on whether the transfer represents a change of control or is part of a chain of transactions that may lead to a change of control. Pursuant to NOU 2005:17, the exemption possibility is narrower in the case of consolidation on the basis of personal related parties or binding co-operation (the assumption of parties acting in concert), than in the case of transfers within group companies or related parties with determinative influence because the relevant considerations advocating for an exemption to a lesser extent will be present when consolidation takes place on the basis of personal related parties or binding co-operation.

As of today BMR holds and exercises all rights attached to 12,801,236 unrestricted class A shares, 63,030,824 restricted A shares and 63,030,824 B shares representing 36.88% of the votes in RAKP through Holdings. The Restructuring causes a change in the ownership structure relating to such shares.

BMR will however, pursuant to the Agreements which BMR, the LLC and the Trust are bound by, maintain and at all times hold sole voting control over the LLC's shares in Holdings and over the relevant, underlying RAKP shares. BMR will furthermore possess the exclusive, non-transferable power to direct the management and policies of the LLC with respect to its interest in Holdings, and will irrevocably hold the roles Managing Member and Investment Manager in the LLC. Thus, BMR will after the Restructuring be in the same control position as under the current ownership structure, i.e. control 36.88% of the votes in RAKP. An exemption from the mandatory bid obligation in the present case should thus be under the condition that the LLC, the Trust and BMR are bound by the Agreements giving BMR such control.

By the provided information, Oslo Børs further understands that the only explicit prerequisite for BMR maintaining such control, is that the LLC holds an interest in Holdings and/or in RAKP. Thus, Oslo Børs considers that an exemption should be under the condition that the LLC holds an interest in Holdings and/or in RAKP.

Furthermore, it is our understanding that the only implicit prerequisite for BMR maintaining such control is that BMR has not transferred his direct ownership in the LLC

and Holdings. In the opposite event, it is our understanding that there will no longer be a receiver of the said voting control or power to direct pursuant to the Agreements. If such transfer is by inheritance, probate or gift, the transfer will normally not trigger a mandatory bid obligation due to the exemption for such transfers. Oslo Børs thus considers that an exemption in the present case must take into account the event that BMR transfers his direct ownership in the LLC and Holdings by inheritance, probate or gift, or if he swaps his direct ownership in Holdings with direct ownership in RAKP and thereafter transfers such direct ownership by inheritance, probate or gift.

In such event, the beneficial ownership to the relevant RAKP shares would be held by the Trust/the LLC and the heir(s)/receiver of BMR's direct ownership. There would thus be a change of control related to the relevant RAKP shares in the sense that the LLC's (and, indirectly, the Trust's) voting rights in Holdings and RAKP no longer would be under BMR's control. However, if BMR's direct shares were transferred to someone who is not a related party to the Trust and the LLC, they would not be subject for consolidation and thus not represent more than 1/3<sup>rd</sup> of the voting rights in RAKP. The same would apply in the present case if the Restructuring was completed without the Agreements. Based on the acquisition size alone, a mandatory bid obligation would thus not be triggered in either events, and an exemption application would not be necessary.

If BMR's direct shares however were transferred to someone who is a related party to the Trust and the LLC, they would on a consolidated basis represent more than 1/3<sup>rd</sup> of the voting rights in RAKP (36.88%), as in the present case. Contrary to the present case where the Agreements result in no change of control and thus give ground for the exemption, the Agreements would no longer apply. However, and as in the present case, unless there were an understanding or agreement regarding the exercise of voting rights related to the RAKP shares, the Trust and LLC would only de facto control 1/4<sup>th</sup> of such 36.88%. It would only be in the event that the parties have an understanding or agreement giving the Trust and LLC control over the voting rights representing more than 1/3<sup>rd</sup> of the voting rights in RAKP, that there would be a relevant change of control. An exemption should thus be under the condition that, in the event that 1) BMR transfers his direct ownership in the LLC and Holdings by inheritance, probate or gift, and / or 2) BMR swaps his direct ownership in Holdings with direct ownership in RAKP and thereafter transfers such direct ownership by inheritance, probate or gift, and 3) if the control given to BMR pursuant to Agreements does not apply to the heir(s)/receiver(s), the Trust and LLC shall not control more voting rights in RAKP than the beneficial ownership interest held by Trust and LLC represents.

Based on the above, Oslo Børs does not consider the Restructuring to constitute a change of control, or as part of a chain of transactions that may constitute a change of control. Oslo Børs is thus of the opinion that such special cases exist in the present situation and that an exemption from the mandatory bid obligation can be granted pursuant to the STA section 6-2 (3), under the mentioned conditions. The right to set conditions for the exemption follows from general administrative law rules, and is also specified in NOU 2005: 17 p. 27.

Exemptions from the mandatory bid obligation should contain a time frame for carrying out the transaction. Oslo Børs considers 31 May 2022 to be adequate for this transaction.

## **5. Resolution**

Oslo Børs, in its capacity as takeover supervisory authority, has on this basis made the following resolution:

*"An exemption from the mandatory bid obligation will be granted to the LLC (limited liability company to be established and controlled by Bijan Mossavar-Rahmani) and the trust(s) (one or more trusts to be established for the benefit of Bijan Mossavar-*

*Rahmani's descendants) pursuant to the Norwegian Securities Trading Act section 6-2 (3) in connection with the transfer of the beneficial ownership to shares in RAK Petroleum plc. (representing approximately 1/4<sup>th</sup> of 36.88% of the voting rights in RAK Petroleum plc.) by the transfer of shares in RAKP Holdings Ltd., whose principal activity consists in owning shares in RAK Petroleum plc., to the LLC, and by the transfer of units in the LLC, whose principal activity consists in owning shares in RAKP Holdings Ltd. and/or the underlying shares in RAK Petroleum plc., to the trust(s).*

*The exemption is given under the following conditions:*

- (i) The said LLC, the said trust(s) and Bijan Mossavar-Rahmani shall be bound by agreements and/or deeds pursuant to which, for as long as the said LLC holds an interest in RAKP Holdings Ltd. and/or in RAK Petroleum plc., Bijan Mossavar-Rahmani will 1) retain and at all times hold sole voting control over the said LLC's shares in RAKP Holdings Ltd. and the underlying shares in RAK Petroleum plc. and 2) possess the exclusive, non-transferable power to direct the management and policies of the said LLC with respect to its interest in RAKP Holdings Ltd. and the underlying shares in RAK Petroleum plc.;*
- (ii) The said LLC shall hold and continue to hold an interest in RAKP Holdings Ltd. and/or in RAK Petroleum plc.; and*
- (iii) In the event that 1) Bijan Mossavar-Rahmani transfers his direct ownership in the said LLC and RAKP Holdings Ltd. by inheritance, probate or gift, and/or 2) Bijan Mossavar-Rahmani swaps his direct ownership in RAKP Holdings Ltd. with direct ownership in RAK Petroleum plc. and thereafter transfers such direct ownership in RAK Petroleum plc. by inheritance, probate or gift, and 3) if the control given to Bijan Mossavar-Rahmani pursuant to the said agreements does not apply to the heir(s)/receiver(s); the said trust(s) and the said LLC shall not control more voting rights in RAK Petroleum plc. than the beneficial ownership interest held by such trust(s) and LLC represents.*

*The transfer must be carried out within 31 May 2022.*

*No later than the agreement or decision regarding the transfers are executed, the said LLC and the said trust(s) shall make sure that an ordinary stock exchange notice is published, stating that Oslo Børs, in its capacity as takeover supervisory authority, has resolved to grant an exemption pursuant to the Norwegian Securities Trading Act section 6-2 (3) for the transfers. Oslo Børs shall at the same time be notified about the disclosure."*

*For the sake of good order Oslo Børs informs that this resolution may be appealed by persons having a legal interest in an appeal (Nw: rettslig klageinteresse).*

*The dispensation is granted based on the information given in the Application. Oslo Børs shall be notified in the event of changes to the matters presented in the Application, or if the transfer is not carried out. Oslo Børs shall also, after the said restructuring is completed, be notified in the event of any future changes to the beneficial, indirect and / or direct ownership when such changes / transactions are of relevance with regard to, or are affected by, this exemption and its conditions.*

### **5.3.3 Odfjell Partners Holding Ltd og Odfjell Technology Holding Ltd – dispensasjon fra tilbudsplikt i Odfjell Drilling Ltd og Odfjell Technology Ltd ved fisjon, 14.10.2022**

#### **1. Søknaden**

Det vises til brev av 19. september 2022 og etterfølgende e-poster 28. og 30. september samt 11. oktober der det søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt i Odfjell Drilling Ltd («ODL») og Odfjell Technology Ltd («OTL»), jf. verdipapirhandelloven («vphl.») § 6-2 (3) for erverv av aksjer ved fisjon.

Odfjell Partners Ltd (OPL) eier aksjer i både ODL og OTL tilsvarende 60,37 % av aksjene og stemmene i selskapene. OPL planlegger fisjon ved likvidasjon etter engelsk rett som ved gjennomføring vil medføre at eierandelene i ODL og OTL vil utfisjoneres i henholdsvis Odfjell Partners Holding Ltd (OPHL) og Odfjell Technology Holding Ltd (OTHL) og OPL deretter oppløses. OPHL og OTHL har søkt om dispensasjon fra tilbudsplikt i forbindelse med overføringer av aksjer i henholdsvis ODL og OTL som følge av fisjonene.

Det søkes om dispensasjon under henvisning til at overdragelsene ikke innebærer kontrollskifte over aksjepostene i ODL og OTL.

Videre innebærer henvendelsen en anmodning om uttalelse fra børsen om at OPHL og OTHL ved gjennomføring av omstruktureringen vil overta den posisjon som OPL har i dag, jf. vphl. § 6-6 (2).

#### 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 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 sjette ledd.»*

Vphl. § 6-6 (2) om etterfølgende tilbudsplikt lyder:

*«Aksjeeier som har passert tilbudspliktgrense som nevnt i § 6-1 eller § 6-6 første ledd på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, og derfor ikke har fremsatt pliktig tilbud, plikter ved ethvert etterfølgende erverv som øker stemmeandelen, å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet.»*

#### **2. Faktiske forhold**

ODL og OTL ble notert på Oslo Børs henholdsvis 27. september 2013 og 29. mars 2022. Det er ikke avvikende stemmerettigheter i ODL og OTL, slik at en aksje tilsvarer en stemme.

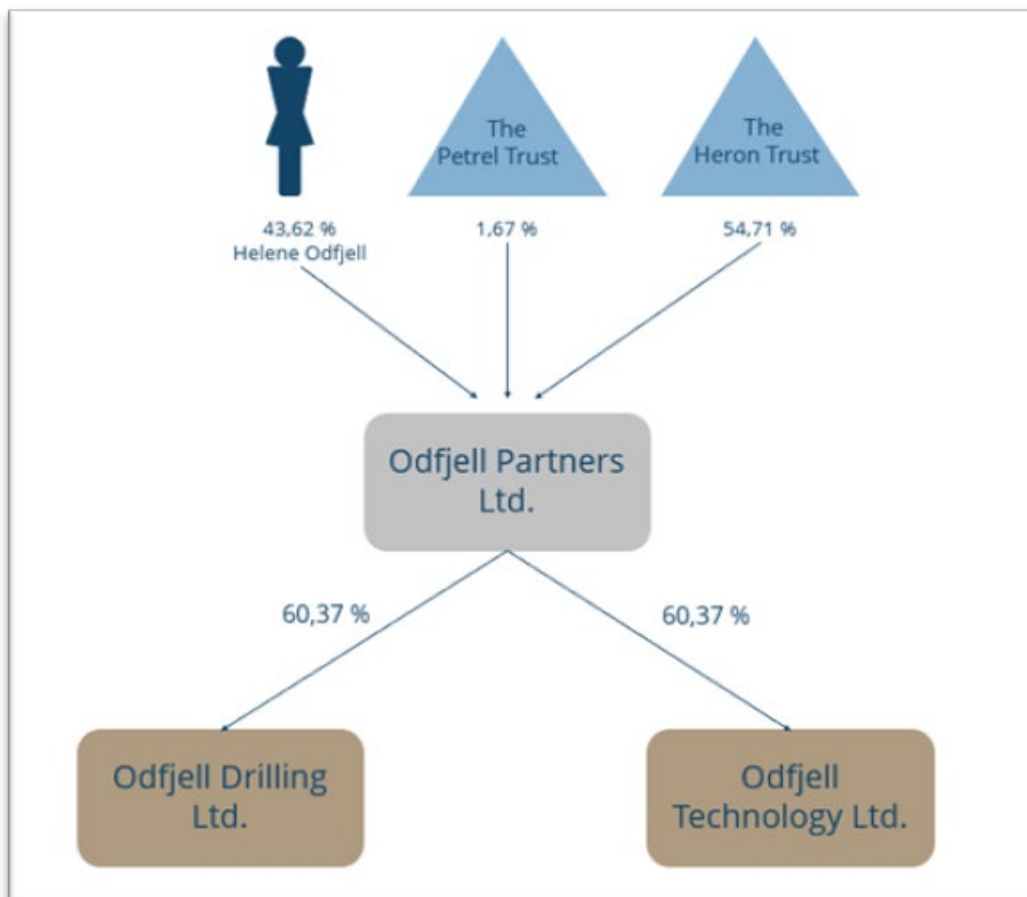
OPL eier 142 952 381 aksjer i ODL, tilsvarende 60,37 % av aksjene og stemmene i selskapet.

OPL eier 23 825 396 aksjer i OTL, tilsvarende 60,37 % av aksjene og stemmene i selskapet.



OPL har eid over 50 % av aksjene i både ODL og OTL siden selskapene ble notert på Oslo Børs.

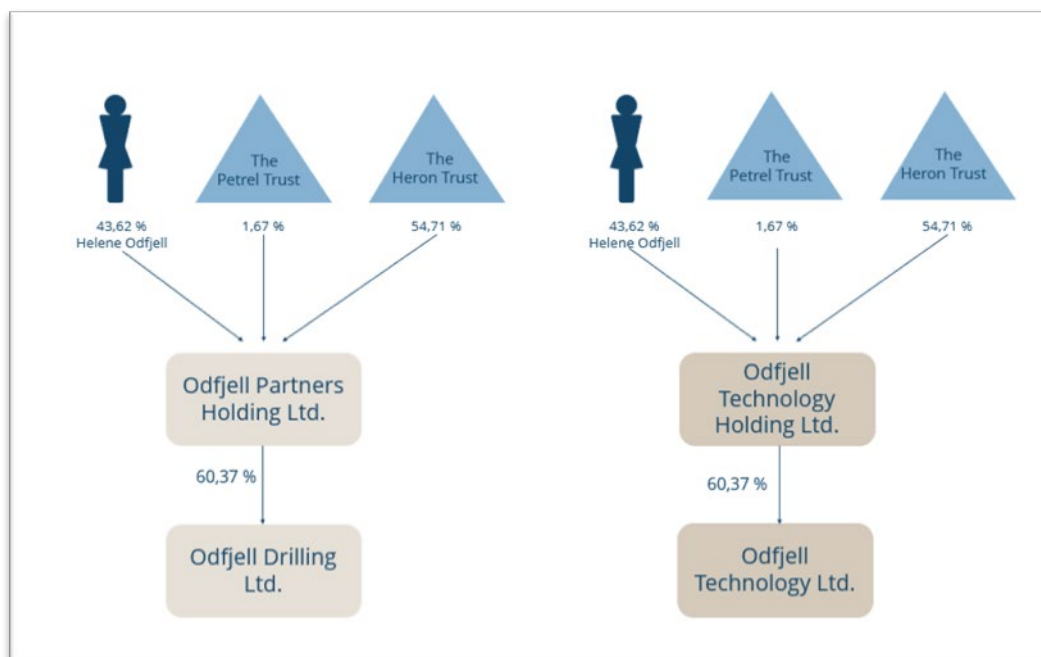
Det er ønskelig å overføre aksjene i ODL og OTL til henholdsvis OPHL og OTHL. Dagens selskapsstruktur ser slik ut:



Det planlegges å oppløse OPL, slik at eierandelene i ODL og OTL overdras til henholdsvis OPHL og OTHL.

OPL ønsker å gjennomføre fisjoner som vil innebære at OPHL og OTHL opprettes, alle selskaper med registrering på Bermuda. Fisjon ved likvidasjon vil gjennomføres etter engelsk rett. Det er opplyst at omorganiseringen av eierskapet er begrunnet i å reflektere den tidligere delingen av ODL, der OTL ble etablert som et eget selskap, også på eiernivå, for å unngå at det i forhold til enkelte regler kan oppstå uønskede virkninger av ett samlet eierskap for de to selskapene. Ved gjennomføring av fisjonene vil eiendeler (herunder aksjene i ODL og OTL) og forpliktelser som tidligere tilhørte OPL, bli overført til OPHL og OTHL, og virksomheten som tidligere ble utøvet i OPL, vil fremover utøves i OPHL og OTHL. Det er opplyst at OPL samt OPHL og OTHL er kontrollert av de samme aksjonærene.

Etter transaksjonen vil selskapsstrukturen se slik ut:



Det er videre opplyst at det foreligger ingen andre parallelle eller planlagte transaksjoner som er relevante for forholdene i søknaden om dispensasjon fra tilbudsplikt.

### 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 har tidligere vurdert tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven av 1997 i forhold til overføringer mellom selskaper med likt eierskap, jf. Vedtak og uttalelser 2005 s. 83, som også gjengitt i Vedtak og uttalelser 2014 s. 103: "Børsen kan ikke se reelle grunner til at adgangen til å overføre mellom "søsterselskaper" uten å utløse tilbudsplikt skal være større der disse eies av en juridisk person enn der de eies av en fysisk person. Børsen kan heller ikke se at en overføring fra et selskap til et annet med identisk eiersammensetning representerer noe kontrollskifte eller en omgåelsesmulighet som skulle begrunne utløsning av tilbudsplikt."

Oslo Børs anser ikke reorganiseringen av eierskapet i ODL og OTL 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 overdragelsen av aksjepostene i ODL og OTL fra OPL til henholdsvis OPHL og OTHL. Dispensasjoner fra tilbudsplikt bør inneholde en tidsramme for gjennomføring. Innen 28. februar 2023 ansees passende her.

I overensstemmelse med tidligere uttalelser fra Oslo Børs, om kontinuitet ved overdragelse i medhold av dispensasjon fra tilbudsplikt, er vi av den oppfatning at OPHL

og OTHL etter ervervet av aksjene i henholdsvis ODL og OTL, med hensyn til reglene om tilbudsplikt, vil stå i samme stilling som OPL før overdragelsene. OPHL og OTHL overtar med dette den posisjonen som OPL har i dag. Det innebærer blant annet at OPHL og OTHL, på samme grunnlag som for OPL i dag, kan erverve ytterligere aksjer i henholdsvis ODL og OTL uten at tilbudsplikt utløses, basert på at OPL ved noteringstidspunktet eide over 50 % av aksjene og stemmene i selskapene. Børsens vurdering av forholdet til etterfølgende tilbudsplikt er ikke omfattet av dispensasjonsmyndigheten, men utgjør kun en uttalelse om et lovtolknings spørsmål.

#### **4. Vedtak**

Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

*i) Det gis, etter vphl. § 6-2 (3), dispensasjon fra tilbudsplikt til erverv av aksjer i Odfjell Drilling Ltd for Odfjell Partners Holding Ltd gjennom fisjon fra Odfjell Partners Ltd.*

*ii) Det gis, etter vphl. § 6-2 (3), dispensasjon fra tilbudsplikt til erverv av aksjer i Odfjell Technology Ltd for Odfjell Technology Holding Ltd gjennom fisjon fra Odfjell Partners Ltd.*

*Overdragelsene må gjennomføres innen 28. februar 2023.*

*Senest samtidig med at gjennomføring av overdragelsene foreligger skal Odfjell Partners Holding Ltd og Odfjell Technology Holding Ltd (den overdragelsen gjelder) 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 overdragelsene ikke gjennomføres.

#### **5.3.4 Leif Höegh & Co AS – dispensasjon fra tilbudsplikt i Höegh Autoliners ASA ved konsernintern overdragelse, 26.11.2022**

##### **1. Søknaden**

Det vises til brev av 7. september 2022 og etterfølgende e-post 15. september der det søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt i Höegh Autoliners ASA («HAL»), jf. verdipapirhandeloven («vphl.») § 6-2 (3) for erverv av aksjer fra heleide datterselskaper.

Leif Höegh & Co Holdings AS (LHCH) eier aksjer i HAL tilsvarende 47,97 % av aksjene og stemmene i selskapet. Leif Höegh & Co AS (LHC) og LHCH planlegger en fusjon som ved gjennomføring vil medføre at LHCH innfusjoneres i LHC. LHC har søkt om dispensasjon fra tilbudsplikt i forbindelse med konserninterne overføringer av aksjer i HAL som følge av fusjonen.

Det søkes om dispensasjon under henvisning til at overdragelsene ikke innebærer kontrollskifte over aksjeposten i HAL.

##### 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 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 sjette ledd.»*

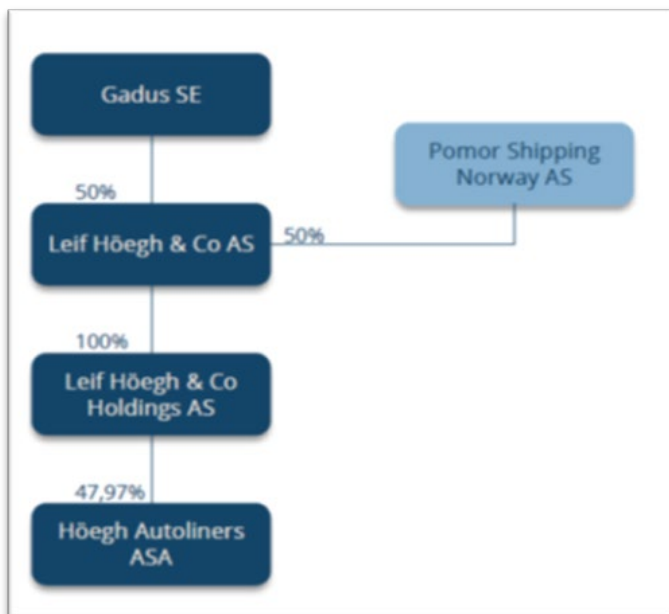
## 2. Faktiske forhold

HAL ble tatt opp til handel på Euronext Growth 29. november 2021 og deretter notert på Oslo Børs 2. mai 2022. Det er ikke avvikende stemmerettigheter i selskapet, slik at en aksje tilsvarer en stemme.

LHCH eier 91 517 841 aksjer i HAL, tilsvarende 47,97 % av aksjene og stemmene i selskapet.

LHCH har eid over 40 % av aksjene i HAL siden HAL ble notert på Oslo Børs 2. mai 2022.

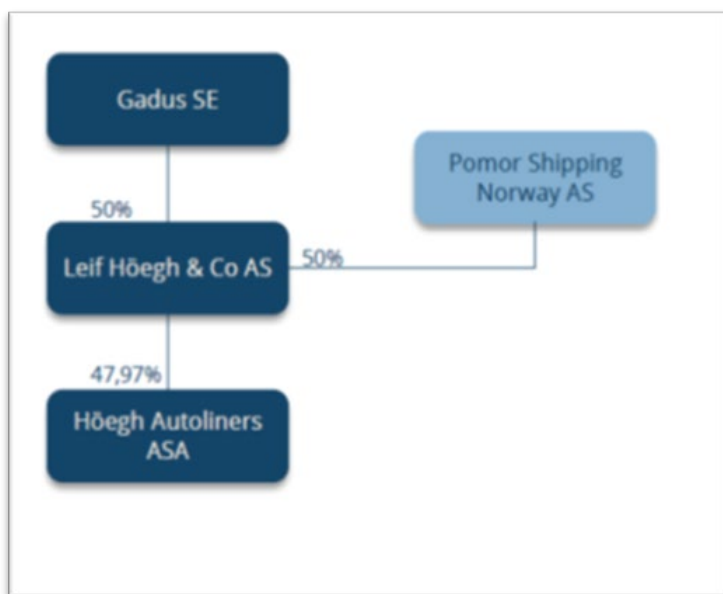
Det er ønskelig å overføre disse aksjene til LHCHs eneksjonær LHC. Dagens selskapsstruktur ser slik ut:



Det planlegges å avvikle LHCH, slik at eierandelen i HAL overdras til LHC.

LHC og LHCH ønsker å gjennomføre en fusjon som vil medføre at LHCH innfusjoneres i LHC. Fusjonen gjennomføres som en fusjon mellom mor- og datterselskap. Det er opplyst at hensikten med fusjonen er en forenkling av konsernstrukturen. Ved gjennomføring av fusjonen vil eiendeler (herunder aksjene i HAL) og forpliktelser som tidligere tilhørte LHCH, bli overført til LHC, og virksomheten som tidligere ble utøvet i LHCH, vil fremover utøves i LHC. Det er opplyst at LHCH og LHC er kontrollert av de samme aksjonærene og at styrene i de to selskapene er identiske.

Etter transaksjonen vil selskapsstrukturen se slik ut:



Det er videre opplyst at det foreligger ingen andre parallelle eller planlagte transaksjoner som har innvirkning på eierskapet til HAL-aksjene eller eierskapet i LHC.

### 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 HAL 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 overdragelsen av aksjeposten i HAL fra LHCH til LHC. Dispensasjoner fra tilbudsplikt bør inneholde en tidsramme for gjennomføring. Innen 31. desember 2022 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 Höegh Autoliners ASA for Leif Höegh & Co AS gjennom fusjon med Leif Höegh & Co Holdings AS.*

*Overdragelsene må gjennomføres innen 31. desember 2022.*

*Senest samtidig med at beslutning om å gjennomføre fusjonen foreligger skal Leif Höegh & Co 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.*

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse.

Det bes om tilbakemelding til Oslo Børs dersom overdragelsene ikke gjennomføres.

### **5.3.5 Flex LNG Ltd. – Exemption from Norwegian rules on take-over bids, 14.11.2022**

We refer to letter dated 28 September 2022 regarding application for exemption from Norwegian take-over rules in respect of FLEX LNG Ltd. ("Flex" or the "Company"). In addition to this letter the legal advisor of Flex has upon our request provided additional information regarding the application and US tender offer rules.

The rules on take-over bids are set out in chapter 6 of the Norwegian Securities Trading Act ("STA").

Section 6-23 of the STA states:

*"Section 6–23 Takeover bids with links to more than one state*

*(1) The provisions of this chapter apply equally in relation to*

*1. companies with their registered office in another state whose shares or other securities comparable to shares are not quoted on a regulated market in the state in which the company has its registered office but on a Norwegian regulated market, and*  
*2. companies with their registered office in Norway whose shares are quoted on a regulated market in another EEA state.*

*(2) The ministry may in cases as mentioned in subsection (1) lay down further regulations on the application of the provisions of this chapter as well as on the takeover supervisory authority and choice of law.*

*(3) The takeover supervisory authority may by individual decision make exception from some or all of the provisions of this chapter in the case of companies with their registered office in Norway whose shares are quoted on a regulated market both in Norway and a state outside the EEA. The same applies in relation to companies with their registered office in a state outside the EEA whose shares are quoted on a regulated market in Norway."*

Oslo Børs ASA is the take-over supervisory authority in respect of companies listed on Oslo Børs.

Flex is a Bermuda limited liability company. Hence, it is a company with registered office outside the EEA.

Flex is listed on Oslo Børs.

Flex is also listed on the New York Stock Exchange ("NYSE") NYSE, a regulated market in the U.S.

Flex is not listed on a regulated market in the state in which the company has its registered office (Bermuda).

Flex is not and has not applied for listing on any other regulated markets.

As a consequence of the listing on Oslo Børs, the Norwegian rules on take-over bids are applicable in relation to Flex. However, Oslo Børs, in capacity as take-over supervisory

authority, may decide to make exception from all or some of the provisions of the Norwegian rules on take-over bids in relation to companies with their registered office in a state outside the EEA, cf. the STA section 6-23, third paragraph.

Flex has applied for an exemption from all provisions regulating voluntary and mandatory takeover bids in chapter 6 of the STA.

Flex was originally primary (and solely) listed on Oslo Børs. The Company became listed on NYSE in 2019. Under the rules of Oslo Børs, the listing on Oslo Børs has been a primary listing and the listing on NYSE a secondary listing.

Flex has applied to change the listing on Oslo Børs to a secondary listing and the listing on NYSE to a primary listing. The change was approved by Oslo Børs 5 October 2022, however, the change has not yet entered into force.

Due to its listing on NYSE, Flex is subject to tender offer rules set out in U.S. securities laws, which include certain obligations towards the U.S. Securities and Exchange Commission.

In connection with this application Oslo Børs has received information from Flex regarding applicable U.S tender offer laws.

Imposing the Norwegian take-over rules in addition to the U.S. tender offer rules results in duplication regulation. A takeover process may be less predictable and more complex for all involved parties. There is also a risk that the rules of the two regimes may be contradictory. In the view of Oslo Børs it would not be an alternative to except the shares issued by Flex partially from the Norwegian take-over rules.

Flex will have its primary listing on NYSE and its shares are actively traded in the U.S. market.

On this basis, Oslo Børs, in capacity as take-over supervisory authority, has resolved to exempt the shares issued by Flex from all provisions regulating voluntary and mandatory takeover bids in Chapter 6 of the STA, cf. Section 6-23, third paragraph. Oslo Børs has particularly emphasized that the company is subject to U.S. tender offer rules. Should the applicability of the U.S. tender offer laws in relation to the Company materially change, Flex must notify Oslo Børs. Such notification shall be made prior to the event becoming effective and as early as possible. If so, an assessment will be made by Oslo Børs, which may result in a different decision.

The exemption from Norwegian take-over rules in respect of Flex enters into force from 1 January 2023.

Flex shall make this decision and the implications of the decision public.

### **5.3.6 Belships ASA, Kontrazi II AS – Dispensasjon fra tilbudsplikt ved reorganisering av eierskap, 13.12.2022**

#### **1. Søknaden**

Det vises til brev av 31. oktober 2022 og etterfølgende e-post av 6. desember fra Wikborg Rein Advokatfirma AS, hvor det på vegne av Kontrazi AS («**Kontrazi**») søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt for Kontrazi II AS («**Kontrazi II**») for aksjene i Belships ASA («**Belships**») etter lov 29. juni 2007 nr. 27 om verdipapirhandel («**vphl.**») § 6-2 (3), i forbindelse med reorganisering av eierskapet i Kontrazi.

Aksjeeieren Frode Teigen eier samtlige stemmeberettigede A-aksjer i Kontrazi, og har derfor juridisk kontroll over selskapet. I tillegg har Frode Teigen juridisk kontroll over selskapet Kontrari AS («**Kontrari**»), som også eier aksjer i Belships. Kontrari og Kontrazi utgjør derfor en konsolidert gruppe og deres eierskap i Belships vurderes samlet etter vphl. § 6-5, jf. § 2-5. Selskapene har et samlet eierskap i Belships tilsvarende 53,92 % av aksjekapitalen og stemmene.

Det er opplyst om at Kontrazi planlegger en intern strukturering av eierskapet hvor aksjeeierne i selskapet skal eie aksjene gjennom private holdingselskaper. Begrunnelsen for søknaden om dispensasjon er at reorganiseringen av eierskapet i Kontrazi ikke vil utgjøre et kontrollskifte eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

## **2. Rettslig grunnlag**

Det følger av vphl. § 6-1 (1) om tilbudsplikt ved erverv av aksjer 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 (notert selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med § 6-8, jf. § 6-9.»*

Hjemmelen for gjentatt tilbudsplikt følger av vphl. § 6-6 (1):

*«Aksjeeier som eier aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et notert selskap, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet (gjentatt tilbudsplikt) dersom aksjeeieren gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer 40 prosent eller mer av stemmene i selskapet. Første punktum gjelder tilsvarende dersom aksjeeieren gjennom erverv blir eier av 50 prosent eller mer av stemmene i selskapet. Første og annet punktum gjelder ikke ved erverv som skjer i tilknytning til fremsettelse av tilbud som nevnt i § 6-1.»*

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 sjette ledd.»*

## **3. Faktiske forhold**

Belships har vært notert på Oslo Børs siden 1937. Det er 253 136 666 aksjer i selskapet.

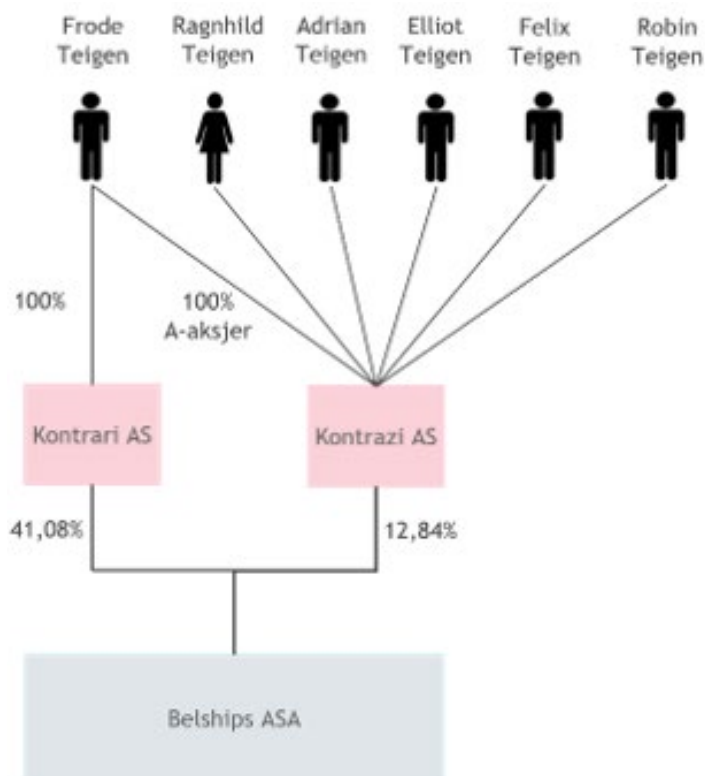
Kontrari eier 104 000 000 aksjer i Belships, tilsvarende 41,08 % av aksjene og stemmene i selskapet. Frode Teigen har juridisk kontroll over Kontrari ettersom han eier alle aksjene i selskapet. Kontrazi eier 32 500 000 aksjer i Belships, tilsvarende 12,84 % av aksjene og stemmene i selskapet.

Aksjene i Kontrazi er inndelt i to aksjeklasser. Det er kun A-aksjene i Kontrazi som har stemmerett, og samtlige av disse eies av Frode Teigen (100 aksjer). De øvrige aksjene i Kontrazi er B-aksjer uten stemmerett, og eies av henholdsvis Ragnhild Teigen (100 aksjer), Adrian Teigen (200 aksjer), Elliot Teigen (200 aksjer), Felix Teigen (200 aksjer) og Robin Teigen (200 aksjer). Frode Teigen har dermed juridisk kontroll over selskapet.



Grunnet Frode Teigens juridiske kontroll i Kontrari og Kontrazi utgjør selskapene en konsolidert gruppe etter vphl. § 6-5, jf. § 2-5. Den konsoliderte gruppen har en samlet eierandel i Belships tilsvarende 53,92 %.

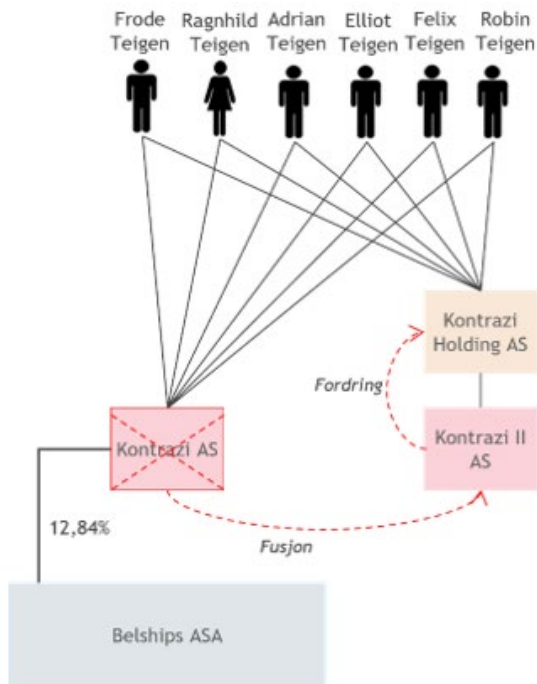
Dagens eierstruktur ser slik ut:



Det er planlagt en intern strukturering av eierskapet i Kontrazi hvor aksjeeierne i selskapet skal eie aksjene gjennom private holdingselskaper. Struktureringen er planlagt gjennomført som en trekantfusjon, herunder at Kontrazi fusjoneres inn i et konsern bestående av Kontrazi Holding AS («**Kontrazi Holding**») som morselskap og Kontrazi II som datterselskap. I forbindelse med trekantfusjonen må Kontrazi ta bort aksjeklassene slik de er per i dag, slik at samtlige aksjer har lik stemmerett.

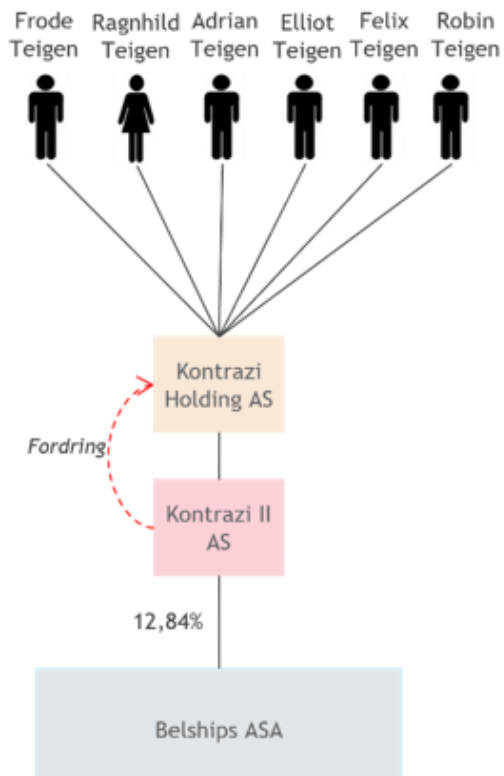
På tidspunktet før gjennomføringen av fusjonen vil aksjene i Kontrazi ha lik stemmerett. Frode Teigen vil dermed ikke ha juridisk kontroll over selskapet. Kontrazi og Kontraris eierandel i Belships konsolideres derfor ikke etter vphl. § 6-5, jf. § 2-5.

Fusjonen er planlagt gjennomført som følger:



Fusjonen innebærer at Kontrazi overdrar alle eiendeler, rettigheter og forpliktelser til Kontrazi II som overtagende selskap. Kontrazi II blir dermed direkte eier av alle eiendeler, rettigheter og forpliktelser i Kontrazi. Vederlag for fusjonen gjøres opp ved en økning av aksjenes pålydende i Kontrazi Holding, hvor utstedt fusjonsfordring fra Kontrazi II benyttes som aksjeinnskudd i kapitalforhøyelsen, jf. aksjeloven § 13-2 (2).

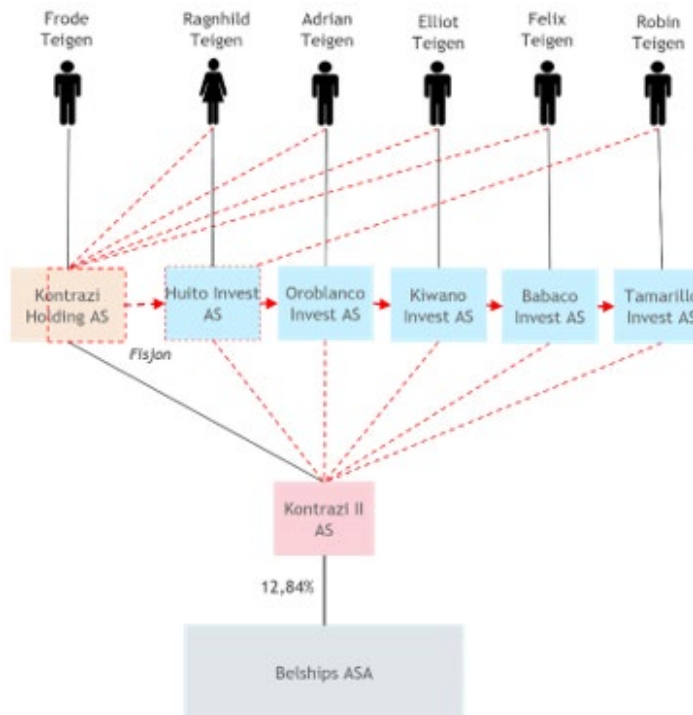
Strukturen på tidspunktet etter fusjonen vil se slik ut:



Videre skal det gjennomføres en fisjon av Kontrazi Holding. Adrian Teigen, Elliot Teigen, Felix Teigen og Robin Teigen sine andeler av Kontrazi Holding utfisjonerer til deres eksisterende holdingselskaper, som er henholdsvis Oroblanco Invest AS, Kiwano Invest AS, Babaco Invest AS og Tamarillo Invest AS. Ragnhild Teigens andel fisjonerer inn i Huito Invest AS som stiftes i forbindelse med fisjonen.

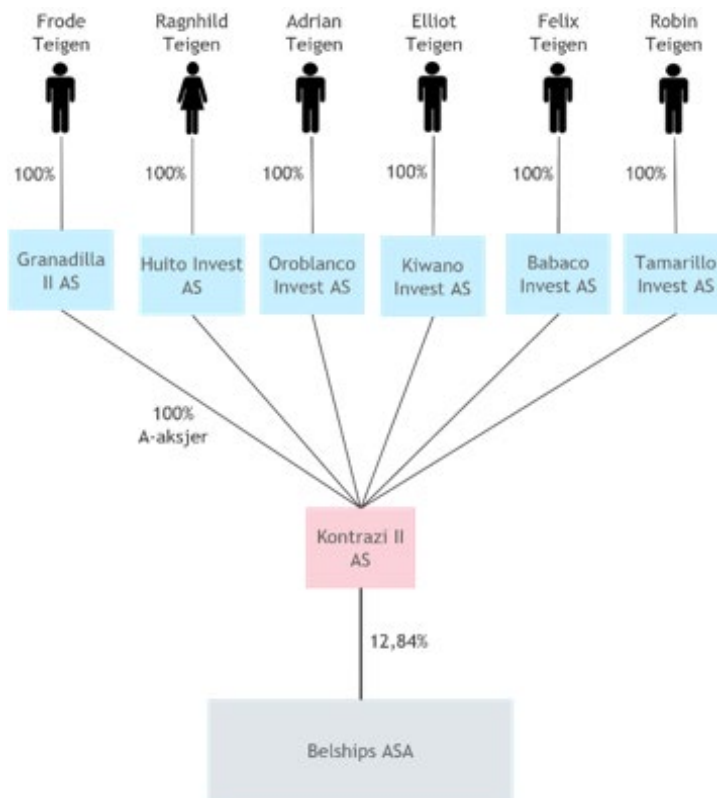
Eiendelene og gjelden i Kontrazi Holding vil bli fordelt mellom Kontrazi Holding og de ovennevnte holdingselskapene, etter et mønster som nøytraliserer eierskifte på aksjonærnivå. Dette oppnås ved at den forholdsmessige andel av aksjene i Kontrazi II, samt andre eiendeler og gjeld, fisjonerer inn i de overtakende selskapene. Kontrazi Holding, som overdragende selskap, beholder sin forholdsmessige andel, og endrer deretter navn til Granadilla II AS hvor Frode Teigen blir eneaksjonær etter utfisjoning.

Fisjonen illustreres som følger:



Etter endt reorganisering skal nåværende modell for Kontrazi med aksjeklasser innføres, slik at Frode Teigen – gjennom selskapet Granadilla II AS – vil eie samtlige A-aksjer i Kontrazi II med stemmerett. De øvrige aksjeeierne Huito Invest AS, Oroblanco Invest AS, Kiwano Invest AS, Babaco Invest AS og Tamarillo Invest AS vil eie B-aksjer uten stemmerett.

Endelig struktur etter reorganiseringen vil se slik ut:



Etter innføringen av aksjeklasser i Kontrazi II vil Frode Teigen, som eneksjonær i Granadilla II AS, ha juridisk kontroll over Kontrazi II. Kontrazi II og Kontraris eierandeler i Belships konsolideres derfor etter vphl. § 6-5, jf. § 2-5, og grensen for gjentatt tilbudsplikt på 50 % passerer, jf. vphl. § 6-6 (1).

Det er videre opplyst at det ikke foreligger andre parallelle eller planlagte transaksjoner som har innvirkning på eierskapet til Belships aksjene eller eierskapet i Kontrazi II.

#### 4. 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 vektlegges 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 Kontrazi 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 trekantfusjonen mellom Kontrazi og Kontrazi II som overtakende selskap og stiftelse av Kontrazi Holding som morselskap, samt etterfølgende utfisjonering fra Kontrazi Holding slik at eiendeler og gjeld, herunder aksjene i Kontrazi II, vil bli fordelt mellom det overdragende selskapet Kontrazi Holding og de enkelte øvrige aksjonærenes respektive holdingselskap Oroblanco Invest AS, Kiwano Invest AS, Babaco Invest AS, Tamarillo Invest AS og Huito Invest AS. Kontrazi Holding endrer navn til Granadilla II AS etter utfisjoneringen, hvor Frode Teigen vil være eneksjonær.

Vurderingen er basert på at de enkelte holdingselskap tildeles en eierandel i Kontrazi II, tilsvarende den hver enkelt personlige aksjonær hadde i Kontrazi før reorganiseringen, med tilsvarende tidligere aksjeklasser og stemmeretter. Frode Teigens kontroll i Belships gjennom sitt selskap Granadilla AS, med 100 % av stemmene i Kontrazi II, vil være den samme som før reorganiseringen.

Dispensasjoner fra tilbudsplikt bør inneholde en tidsramme for gjennomføring. Innen 31. mars 2023 anses passende her.

## **5. Vedtak**

Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

*Det gis, etter vphl. § 6-2 (3), dispensasjon fra tilbudsplikt til erverv av aksjer i Belships ASA for Kontrazi II AS ved fusjon med Kontrazi AS, og etterfølgende utfisjonering av andeler fra Kontrazi Holding AS som fordeles på Kontrazi Holding AS (endrer navn til Granadilla II AS) og de øvrige aksjonærenes holdingselskaper Oroblanco Invest AS, Kiwano Invest AS, Babaco Invest AS, Tamarillo Invest AS og Huito Invest AS.*

*Overdragelse må gjennomføres innen 31. mars 2023.*

*Senest samtidig med at gjennomføring av overdragelsen foreligger skal Kontrazi II 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.*

For ordens skyld gjør vi oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse. Det bes om tilbakemelding til Oslo Børs dersom overdragelsene ikke gjennomføres.

