

Protokoll fra styrebehandling i Oslo Børs ASA 19. desember 2016

Merknader til klage og omgjøring av vedtak om ileggelse av overtredelsesgebyr – Rem Offshore ASA

1. Innledning

Den 16. november 2016 traff Oslo Børs vedtak om å ilegge Rem Offshore ASA («REM» eller «Selskapet») overtredelsesgebyr tilsvarende tre ganger kursnoteringsavgift for brudd på kravet til likebehandling i løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper («løpende forpliktelser») pkt. 2.1, jf. pkt. 15.4 («Det opprinnelige vedtaket»). Den 30. november 2016 mottok Oslo Børs' Selskapets klage over Det opprinnelige vedtaket («Klagen»). Klagen ble mottatt innen utløpet av klagefristen på to uker og var således rettidig.

Oslo Børs ved børsstyret har i dag besluttet å delvis omgjøre Det opprinnelige vedtaket ved at overtredelsesgebyret justeres ned til to ganger kursnoteringsavgiften for REM. Bakgrunnen er et reparerende tiltak iverksatt etter Det opprinnelige vedtaket. Børsstyret ser på det som positivt at et slikt tiltak er iverksatt som en reaksjon på børsstyrets vedtak, og har vurdert det slik at dette skal anses som en formildende omstendighet ved utmåling av gebyret. Børsstyrets fastholder sin vurdering av at det foreligger et brudd på løpende forpliktelser punkt 2.1 som bør sanksjoneres med overtredelsesgebyr, jf. Det opprinnelige vedtaket og børsens merknader til Selskapets anførsler i Klagen nedenfor.

Den faktiske og rettslige begrunnelsen for å ilegge Selskapet overtredelsesgebyr for brudd på likebehandlingsregelen i løpende forpliktelser pkt. 2.1, er omfattende beskrevet i Det opprinnelige vedtaket. Nedenfor følger en nærmere redegjørelse for børsstyrets beslutning om å nedjustere overtredelsesgebyrets størrelse. Forøvrig er det knyttet enkelte kommentarer til Selskapets anførsler i Klagen knyttet til børsens rettsanvendelse i Det opprinnelige vedtaket.

Med mindre annet fremgår benyttes samme definisjoner her som i Det opprinnelige vedtaket. I den grad det er vist til saksdokumenter som er vedlagt Det opprinnelige vedtaket, fremgår bilagsnummeret i parentes.

Restruktureringen saken relaterer seg til ble gjennomført den 8. desember 2016¹, mens Fusjonen ble registrert i Foretaksregisteret den 9. desember 2016². B-aksjene i Solstad Offshore ASA ble tatt opp til notering på Oslo Børs den 13. desember 2016.

2. Oppsummering av Klagers anførsler

I Klagen har Selskapet primært bedt om at Oslo Børs omgjør Det opprinnelige vedtaket uten oversendelse til Børsklagenemnden. Det vises til at Forsa AS, et selskapet kontrollert av Åge Remøy («Hovedaksjonæren»), etter avtale med styret i Selskapet den 22. november 2016 fremmet et tilbud til minoritetsaksjonærene i Selskapet («Tilbudet») om kjøp av A-aksjer i Solstad Offshore ASA («Solstad»). Selskapet anfører at forskjellsbehandlingen av aksjonærene i REM som følge av Tilbudet er fullt ut reparert. Subsidiært ber Selskapet om at overtredelsesgebyret på tre ganger årlig kursnoteringsavgift oppheves, reduseres eller at annen reaksjonsform benyttes.

¹ <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=415560>

² <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=415566>

Selskapet har i Klagen anført at Oslo Børs' interesseavveining og anvendelse av saklighetskriteriet og aktsomhetsgraden i løpende forpliktelser pkt. 2.1 i spørsmål knyttet til finansielt pressede situasjoner, som den foreliggende, er uriktig. Dette bygger hovedsakelig på:

- Det var i lys av omstendighetene kritisk å få inn ny egenkapital. Det var ikke mulig å hente vesentlig ny egenkapital til Selskapet fra andre enn Remøygruppen. Den lave oppslutningen i det etterfølgende Tilbudet og den etterfølgende Reparasjonsemisjonen viser at denne vurderingen var riktig. Tilbudet og den etterfølgende Reparasjonsemisjonen viser også at interessen for å delta i slike alternative tiltak som børsen viser til ville vært minimal.
- Styrets handlingsrom er svært vidt hvor det tilkommer andre hensyn enn likebehandling av aksjonærene, som når et selskap er i en finansiell presset situasjon.
- Den forskjellsbehandlingen som styret vurderte nødvendig i forbindelse med Fusjonen, er begrunnet i og knyttet til tilførsel av ny kapital, og er ikke knyttet til eksisterende kapital (som er tapt).
- Det må være feil å vurdere utfallet av Restruktureringen opp mot et eller flere teoretiske og hypotetiske handlingsalternativer. Utfallet må derimot vurderes opp mot en situasjon hvor Selskapet ellers er konkurs.
- Den etterfølgende kursutviklingen i REM viser at forskjellsbehandlingen ikke utgjør den betydelige økonomiske forskjellsbehandlingen som Vedtaket beskriver.
- Styret har gjort inngående vurderinger av forholdet til likebehandling, herunder gjort forsøk på å oppnå fusjonsvederlag i lik aksjeklasse for alle.
- Oslo Børs går for langt i å overprøve det forretningsmessige skjønnnet som ligger til grunn for de beslutninger styret i REM måtte foreta løpende i tilknytning til Restruktureringen og Fusjonen.
- Selskapets vurderinger av habilitet er ikke i kjernen av det børsen skal overprøve. Kritik er tilstrekkelig reaksjon dersom børsen mener det foreligger mangelfull dokumentasjon av saksbehandlingen.

Nytt i forhold til Selskapets tidligere anførsler er henvisningen til Tilbudet som en ny faktisk omstendighet av relevans for saken. Børsens vurdering av om Tilbudet kan begrunne en omgjøring av Vedtaket følger i punkt 3 under. Børsens vurdering av Tilbudet og andre etterfølgende omstendigheters relevans i forhold til Selskapets saklighetsvurdering på beslutningstidspunktet, følger i punkt 4.4 under.

Videre har Selskapet ytterligere betont at forskjellsbehandlingen i forhold til tildeling av A- og B-aksjer kan forsvares ved at A-aksjer kun tildeles for ny egenkapital, og at denne må kunne behandles annerledes enn Selskapets gamle egenkapital, som er tapt. Denne anførselen er nærmere adressert i punkt. 4.2 og 4.3 nedenfor. Klagen utdyper også noe rundt styrets handlingsrom gitt Selskapets finansielle situasjon, og hva som må være vurderingstema i forhold til handlingsalternativer til Restruktureringen, se børsens merknader vedrørende dette i punkt 4.2 under. Selskapets anførsler rundt børsens vektlegging av Selskapets saksbehandling, er kommentert i punkt 3 under. For øvrig vises det til børsens vurdering av saken i Det opprinnelige vedtaket.

3. Børsens vurdering av Selskapets prinsipale anførsel om omgjøring av sanksjonsvedtaket som følge av Tilbudet

Tilbudet fra Forsa AS om salg av A-aksjer i Solstad til aksjonærer i REM, ble annonsert seks dager etter Det opprinnelige vedtaket, den 22. november. Bestillingsperioden løp fra 23. november til 30. november kl 12.00. Prisen på aksjene i tilbudet var NOK 12,50. De nærmere vilkårene for Tilbudet er beskrevet i vedlagte børs melding av samme dato (vedlegg 2). Selskapet har anført at det nevnte tilbudet innebærer en reparering av forskjellsbehandlingen som skjedde i tilknytning til den rettede

emisjonen mot Hovedaksjonæren, samt forskjellsbehandlingen knyttet til Fusjonen. Under henvisning til dette ber Selskapet prinsipalt om at Oslo Børs omgjør Det opprinnelige vedtaket.

Spørsmålet om Tilbudets relevans for Det opprinnelige vedtaket reiser følgende to spørsmål:

- 1) Om det at Selskapet har søkt å kompensere minoritetsaksjonærer i REM for negative konsekvenser av forskjellsbehandlingen, bør ha innvirkning i formildende retning i forhold til Det opprinnelige vedtaket. Dette ville i så fall skje ved at børsstyret omgjorde det Opprinnelige vedtaket, helt eller delvis, sistnevnte for eksempel ved en nedsettelse av overtredelsesgebyret. Spørsmålet om slik omgjøring adresseres i det følgende.
- 2) Om resultatet av Tilbudet kan gi indikasjoner på at Selskapets opprinnelige beslutning om å ikke gi andre enn Hovedaksjonær anledning til å tegne seg i den rettede emisjonen, begrense reparasjonsemisjonen eller ikke tilby minoritetsaksjonærer A-aksjer, hadde et saklig grunnlag. Dette er et annet spørsmål, som behandles i punkt 4.4 nedenfor.

Likebehandlingsregelen retter seg mot «tiltak» truffet av selskapets styrende organer mv. som er «egnet til» å innebære en urimelig forskjellsbehandling. Det er således ingen forutsetning at beslutningen faktisk gir noen særfordel, så lenge den er «egnet til» å ha en slik virkning. Den nevnte ordlyden angir at det er tidspunktet for den aktuelle beslutningen som utgjør vurderingstidspunktet for om likebehandlingsregelen er overtrådt. Spørsmålet vil da være om beslutningen ble truffet på et saklig og forsvarlig grunnlag, ut fra omstendighetene slik de forelå på beslutningstidspunktet. En slik regelutforming er nødvendig for å skape forutsigbarhet både for pliktsubjektet og de interesser som skal beskyttes av regelen, og for at regelen skal virke etter sin hensikt, herunder gi et effektivt minoritetsvern.

Oslo Børs har i sitt sirkulære 2/2014 uttalt:

«I børsens vurdering av om det foreligger en urimelig forskjellsbehandling, vil reparative tiltak som en reparasjonsemisjon etter omstendighetene vektlegges. Dersom styret samtidig med forslaget eller beslutningen om å gjennomføre en rettet emisjon, legger frem et forslag om en reparasjonsemisjon med formål å reparere effekten av den første emisjonen vil dette kunne ha betydning for forholdsmessighetsvurderingen. Reparasjonsøvelsen vil kunne medføre at krenkelsen av eksisterende aksjonærs organisatoriske og/eller økonomiske rettigheter totalt sett blir redusert, noe som igjen får betydning for om man er innenfor kravet til saklighet.» (vår understrekning)

Børsens standpunkt har her vært at dersom styret på tidspunktet for beslutningen om et tiltak som innebærer en forskjellsbehandling, også treffer en beslutning om et reparativt tiltak som er egnet til å avbøte eller redusere forskjellsbehandlingen ut fra omstendighetene slik de foreligger på beslutningstidspunktet, så kan dette ha betydning for om saklighetskravet er oppfylt. Det vil naturligvis kunne foreligge etterfølgende omstendigheter som kan påvirke den reparative effekten i den ene eller annen retning, men utsteder skal kunne innrette seg på at det ble gjort forsvarlige vurderinger av likebehandling som reflekterer de omstendigheter som forelå på beslutningstidspunktet. Tilsvarende skal også minoritetsaksjonærer kunne stole på at utsteder og utsteders styrende organer gjør forsvarlige vurderinger opp mot likebehandlingsregelen på beslutningstidspunktet.

Tatt i betraktning regelens utforming og formål, ser børsen at det kan være utfordringer knyttet til å omgjøre et vedtak om overtredelsesgebyr, ved nedsettelse av gebyret eller på annen måte, som følge av et etterfølgende tiltak, så lenge børsen er av den oppfatning at beslutningen saken angår innebærer et brudd på likebehandlingsregelen. Enkelte aksjonærer kan ha innrettet seg etter den opprinnelige løsningen slik denne presenteres for dem i børsmeldinger eller på annen måte i tidsmessig nærhet til beslutningen, og vil gjøre sine økonomiske disposisjoner ut fra dette. Videre kan en slik tilnærming svekke den allmennpreventive virkning av børsens vedtak og sanksjonering. Det

kan sende uheldige signaler og svekke minoritetsvernet, dersom en utsteder skal kunne avvente og se om det kommer en eventuell reaksjon fra børsen, eventuelt i kombinasjon med kursutvikling, før et reparativt tiltak iverksettes. På det tidspunktet vil også omstendighetene for øvrig kunne være endret.

Tilsvarende betraktninger legger Filip Truyen til grunn i boken «Aksjonærenes Myndighetsmisbruk», hvor det fremgår: «Adgangen til slik etterfølgende reparasjon stemmer dårlig med hensynet til et effektivt minoritetsvern. Dersom anfektelse kan avverges ved etterfølgende kompensasjon, kan majoritetskompetansens skranker stadig tøyes uten særlig risiko. Det kan være fristende å spekulere i at minoriteten ikke har evne eller vilje til å forfølge et misbruk. Hvis det likevel reises anfektelsessøksmål, vil selskapet/majoriteten kunne «kjøpe» seg ut av dette. Misbruksreglene kan i så fall tape sin preventive funksjon for så vidt gjelder krenkelsen av økonomiske rettigheter.»³

Til tross for at Tilbudet kom etter børsstyrets vedtak om sanksjon, anses det likevel som positivt at Selskapet iverksatte tiltak med det formål å redusere forskjellsbehandlingen som har funnet sted. Tilbudet kunne potensielt bidra til et bedre utfall for minoritetsaksjonærene i REM, sammenlignet med en situasjon der et slikt tiltak ikke hadde blitt gjennomført. Uavhengig av kursutviklingen under Tilbudet, jf. punkt 4.4 nedenfor, anerkjenner Børsstyret at Selskapets formål ved å inngå avtalen om Tilbudet med Hovedaksjonæren var å stille minoritetsaksjonærer i REM i posisjon til å motta en andel av Hovedaksjonærs A-aksjer som tilsvarte den andel aksjer minoritetsaksjonærene eide i REM, til kurs kr 12,50, som tilsvarte kursen for A-aksjer som Hovedaksjonær mottok som fusjonsvederlag. Under noe tvil tatt i betraktning de hensyn som er gjengitt ovenfor, har børsstyret vurdert at Tilbudet i den konkrete sak bør vektlegges som en formildende omstendighet ved utmålingen av gebyret. Børsstyrets vurdering av at det foreligger et brudd på løpende forpliktelser punkt 2.1 om likebehandling, er uendret.

4. Merknader til Selskapets anførsler rundt børsens rettsanvendelse i Det opprinnelige vedtaket

4.1 Utgangspunkter

I lys av Klagen finner børsen grunn til å innledningsvis knytte noen kommentarer til arten og graden av forskjellsbehandlingen som har funnet sted i saken. Oslo Børs mener at forskjellsbehandlingen, som gjelder mellom majoritetsaksjonær og minoritetsaksjonær, er betydelig, og slik sett skiller saken seg fra de fleste andre saker børsen har oppe til vurdering, også i tilfeller der utsteder befinner seg i en finansielt anstrengt situasjon. Blant annet må en avtale om en fusjon i et notert selskap der én aksjonær som fusjonsvederlag mottar aksjer i en annen aksjeklasse med andre rettigheter enn øvrige aksjonærer, kunne karakteriseres som uvanlig. Kapitalforhøyelsen ble gjennomført i REM i forkant av fusjonen, og dermed er det de facto det som skjer, selv om begrunnelsen for forskjellsbehandlingen fra Selskapets side knytter seg til at A-aksjene tildeles for ny kapital.

Kort oppsummert ligger forskjellsbehandlingen i at:

- Selskapet først beslutter en restruktureringsløsning som vil innebære at Hovedaksjonær som eneste aksjonær får bidra i en rettet emisjon og får opprettholde kontroll i Selskapet, mens øvrige aksjonærer er gjenstand for en betydelig utvanning;
- Emisjonskursen fastsettes med utgangspunkt i en fordeling som forutsetter at Hovedaksjonær skal ha fortsatt kontroll innenfor det maksimale beløp Hovedaksjonær skal bidra med i emisjonen;

³ Filip Truyen, Aksjonærenes Myndighetsmisbruk – en studie av asl./asal. § 5-21 og uskrevene myndighetsmisbruksprinsipper, s. 147 flg.

- Størrelsen på reparasjonsemisjonen (ca. 13 % av den rettede emisjonen) begrenses blant annet av at Hovedaksjonær skal ha fortsatt kontroll innenfor det maksimale beløp Hovedaksjonær skal bidra med i emisjonen;
- Restruktureringen inngår deretter som et ledd i en avtale om fusjon der emisjonskursen legges til grunn for bytteforholdet;
- Hovedaksjonær skal for halvparten av aksjene som mottas i kapitalforhøyelsen som finner sted forut for Fusjonen, få A-aksjer i Solstad. Hovedaksjonæren har parallelt med, og som et ledd i fusjonsforhandlingene, i tillegg fremforhandlet en salgsopsjon med Aker for de resterende aksjene som Hovedaksjonær tegner i den forutgående kapitalforhøyelsen i REM, med utøvelseskurs på NOK 12.50.
- Øvrige aksjonærer i REM mottar kun B-aksjer med 1/10-stemmerett.
- En betinget reparasjonsemisjon gjennomføres ca. én måned før tentativ gjennomføring av Fusjonen, med tegning i B-aksjer. B-aksjene skal opprettes, og noteres etter gjennomføringen av Fusjonen.

Ovennevnte innebærer en forfordeling i forhold til aksjonærrettigheter. Dette skjer ved at Hovedaksjonær som eneste tegner i den forutgående kapitalforhøyelsen får en eierandel på rundt 54 % etter at Restruktureringen er gjennomført, mens øvrige eksisterende aksjonærer er gjenstand for en utvanning tilsvarende 94 %. Videre innebærer de ulike fusjonsvederlagene at Hovedaksjonær får en relativt større stemmeandel i Solstad etter Fusjonen, enn hans eierandel i REM skulle tilsi dersom det hadde blitt tildelt B-aksjer til alle aksjonærer på likt grunnlag. Hovedaksjonærs stemmeandel i Solstad (tidligere 78,64 % i REM) etter Fusjonen tilsvarer 9 % (15 % av totalt antall utstedte aksjer), mens den samlede stemmeandelen til minoritetsaksjonærene (tidligere 21,36 % i REM) utgjør ca. 0,04 % (0,33 % av totalt antall utstedte aksjer).

Børsen har i Det opprinnelige vedtaket videre vist til at fremgangsmåten for fastsettelsen av emisjonskursen, kan skape usikkerhet rundt i hvilken grad denne reflekterte aksjens underliggende verdi på tidspunktet for fastsettelsen, herunder om adgangen til å delta i en rettet emisjon til denne kursen kunne innebære en økonomisk forfordeling. Dette foranlediger etter børsens syn økt aktsomhet i forhold til likebehandling. Tilsvarende vil B-aksjen og A-aksjen kunne få en ulik prising på bakgrunn av ulike rettigheter knyttet til disse, samt andre forhold som kan få betydning for omsetningen og kursen, herunder likviditet.

Den betydelige forskjellsbehandlingen som her har funnet sted mellom eksisterende aksjonærer, innebærer et skjerpet saklighetskrav. Dette foranlediger etter børsens syn også mer inngående vurderinger av prosessen, og av om det har blitt foretatt saklige og forsvarlige vurderinger i forhold til likebehandling, handlingsalternativer mv. Dette utgangspunktet må gjelde også i situasjoner der den finansielle situasjonen er anstrengt. Selskapets finansielle situasjon må da, i likhet med andre relevante omstendigheter, tas i betraktning i forhold til vurderingen av selskapets handlingsrom. Børsen antar at for at likebehandlingsprinsippet skal kunne fylle sin funksjon i verdipapirhandelretten som et vern mot usaklig forskjellsbehandling av aksjonærer, må børsen ha anledning til å gjøre denne type undersøkelser og vurderinger, tatt i betraktning arten og graden av forskjellsbehandlingen som har funnet sted i saken.

Børsen har i Det opprinnelige vedtaket også sett hen til at Hovedaksjonær i) har vært sentral i forhandlinger om utformingen av Restruktureringen, herunder betingelsene for den rettede emisjonen, og deretter Fusjonen, i egenskap av Hovedaksjonær og/eller i egenskap av hans posisjoner i Selskapet, ii) er part i a) avtalen som fastsetter rammene for Restruktureringen, b) avtalen om Fusjon, og c) en salgsopsjonsavtale med Aker i tilknytning til Fusjonen, samtidig som han iii) har deltatt i behandlingen og beslutninger knyttet til både Restruktureringen og Fusjonen i egenskap av styreleder.

Eventuelle særinteresser kan påvirke vurderinger knyttet til aksjonærfelleskapets beste og objektiviteten i vurderingen av handlingsalternativer. Etter børsens oppfatning inngår således forhold knyttet til saksbehandling og potensielle interessekonflikter, habilitet mv. som en integrert del av den samlede vurderingen av om det er foretatt saklige, grundige og forsvarlige vurderinger rundt likebehandling, og om prosessen som sådan har vært forsvarlig.

Å legge vekt på forsvarlig saksbehandling i den samlede vurderingen av om likebehandlingsregelen er overtrådt er i tråd med tidligere praksis. I Børsklagenemndens sak 3/2015 vedrørende rettet emisjon i Sparebank1 Østfold Akershus, legger Børsklagenemnden blant annet vekt på at det ikke kunne dokumenteres at prosessen som ledet opp til emisjonen hadde vært forsvarlig. Det er i denne forbindelse også relevant å vise til børsens vurderinger i en tidligere likebehandlingssak knyttet til REM (Vedtak og Uttalelser 2009 s.89), som gjaldt delingen av selskapet mellom de to største aksjonærene Remøygruppen (kontrollert av Åge Remøy) og Solstad, som kontrollerte hhv. 39,9 % og 48,7 % av aksjene i Selskapet før delingen. Børsen så her som en del av sin vurdering hen til om styret hadde behandlet saken «*på en forsvarlig og uhildet måte*», en tilnærming som senere ble fulgt opp av rettsinstansene som også behandlet saken. Det fremgår blant annet av Frostatings Lagmannsrett avgjørelse i tilknytning til saken (LF-2009-120317), at Lagmannsretten «*ikke finner holdepunkter for at styret ikke har opptrådt med den nødvendige nøytralitet og integritet i forhold til å ivareta både selskapets og aksjonærenes interesser.*» Det kan nevnes at styret i REM i den nevnte saken utpekte egne eksterne finansielle og juridiske rådgivere for å vurdere delingen av selskapet i forhold til kravet om likebehandling. Det ble her også, basert på innspill fra styret, foretatt justeringer i det opprinnelige avtaleutkastet med sikte på bedre ivaretagelse av aksjonærfelleskapet. Hovedaksjonær, som på det tidspunktet var administrerende direktør i Selskapet, deltok etter det opplyste heller ikke i styrets overveielser av om delingen var i aksjonærfelleskapets og selskapets interesse.

Viktigheten av en forsvarlig og uhildet saksbehandling fremgår for øvrig også uttrykkelig av børsens sirkulære 2/2014 på s. 6.

4.2 Merknader til Selskapets argumentasjon knyttet til den finansielle situasjonen

- Styrets handlingsrom: Selskapet har anført at Selskapets finansielle situasjon tilsa et vidt handlingsrom for styret, under henvisning til at Selskapet i en situasjon som den foreliggende også må ta hensyn til andre interessenter enn aksjonærene. Børsen er ikke uenig i et utgangspunkt om at en kritisk finansiell situasjon kan tilsi et vidt handlingsrom for styret i arbeidet med å få på plass en refinansiering i form av ny egenkapital, gjeldsreduksjon mv, jf. også Vedtaket pkt. 8.3.3. Som fremholdt i Vedtaket, må en utsteder i en slik situasjon likevel utvise aktsomhet i forhold til løsningen selskapet ender opp med, de valg som blir tatt underveis i prosessen, og den samlede effekten av løsninger for de ulike aksjonærgrupperinger. Det vil etter børsens vurdering også i slike situasjoner gå en grense for hvor langt Selskapet kan gå i å marginalisere minoritetsaksjonærens interesser. Aktsomhetskravet vil for øvrig variere avhengig av arten og graden av forskjellsbehandlingen. Det er i den forbindelse viktig å påpeke at selv om hensynet til kreditorerne av Selskapet er fremholdt som avgjørende for utfallet i saken, gjelder ikke saken en forskjellsbehandling av kreditorer og aksjonærer, ei heller en marginalisering av eksisterende aksjonærens selskapsandel som følge av gjeldskonvertering for obligasjonseiere. Saken gjelder en forskjellsbehandling mellom eksisterende aksjonærer i REM. Etter børsens vurdering gikk denne forskjellsbehandlingen for langt, også tatt i betraktning omstendighetene på det aktuelle tidspunktet.

- Rettspraksis: Selskapet har vist til en lagmannsrettsavgjørelse, RG-1996-491 (Skorge Fiskeindustri), som relevant i forhold til vurderingen av selskapets adgang til å forskjellsbehandle aksjonærer i en kritisk finansiell situasjon. Børsen kan ikke se at denne saken har relevans for vurderingen av om det foreligger brudd på løpende forpliktelser pkt. 2.1 i nærværende sak. Saken det vises til gjelder et mindre unotert aksjeselskap der generalforsamlingen besluttet som en del av en større refinansieringspakke en nedskrivning av aksjekapitalen til null, og en etterfølgende rettet emisjon mot tre tredjeparter og én eksisterende aksjonær. De fire investorene utgjorde en gruppe som gjennom et formelt etablert samarbeid allerede drev virksomhet i samme industri. Selskapet hadde på tidspunktet for generalforsamlingen som vedtok refinansieringspakken, kun to driftsår bak seg, begge med negativt årsresultat; ved slutten av første driftsår var aksjekapitalen tapt og balansen viste en negativ egenkapital. Året etter hadde den negative egenkapitalen vokst ytterligere, og selskapets bankforbindelse hadde sagt opp engasjementet og varslet om tvangsdekning. Det kan for øvrig nevnes at avgjørelsen har blitt kritisert i juridisk teori. Filip Truyen skriver i sin bok «*Aksjonærenes myndighetsmisbruk*» at rettens argumentasjon i saken «*innebærer at aksjemajoriteten gis utvidet kompetanse til å ivareta hensynet til kreditorene og de ansatte til fortrenghet for minoritetsaksjonærene*» og konstaterer at «*dette er feil.*»⁴
- Handlingsalternativer: Når det gjelder omtalen av handlingsalternativer har Selskapet anført at det er feil å vurdere utfallet av Restruktureringen opp mot et eller flere teoretiske og hypotetiske handlingsalternativer, og at utfallet derimot må vurderes opp mot en situasjon hvor Selskapet er konkurs. Børsen er uenig i dette utgangspunktet. Som det klart fremgår av Børssirkulære 2/2014, er det børsens oppfatning at Selskapet også i kritiske finansielle situasjoner må foreta en samvittighetsfull vurdering av handlingsalternativer som kan begrense forskjellsbehandlingen mellom eksisterende aksjonærer. Det vises til uttalelser på sirkulærets side 9 (siste avsnitt) og 11 (siste avsnitt) om dette. Uttalelsene relaterer seg til emisjoner, men har overføringsverdi også til andre transaksjoner og situasjoner.
- Om «tapt egenkapital»: I sine svar på børsens innledende henvendelser i saken datert henholdsvis 7. juli (vedlegg 1.2 til Vedtaket) og 6. september (vedlegg 1.4 til Vedtaket) beskriver Selskapet en situasjon der Selskapet «*over tid ikke vil være i stand til å betjene sine forpliktelser uten en løsning med sine kreditorer*» og der «*egenkapitalen i Selskapet etter styrets oppfatning vil være tapt dersom den foreslåtte løsningen ikke kommer på plass*». I sitt tilsvarende svar til børsens varsel om sanksjon av 1. november (vedlegg 1.14 til Vedtaket) er fremstillingen derimot at Selskapets egenkapital på de aktuelle beslutningstidspunkter «*uomtvistelig var tapt*». Tilsvarende skriver Selskapet i Klagen blant annet at de faktiske omstendighetene på tidspunktet for annonseringen av Restruktureringen den 27. juni, var at «*all egenkapital i Selskapet var tapt*» og at aksjen følgelig var betydelig «*feilpriset*».

I forbindelse med en oppfølging til Selskapet om begrepsbruken knyttet til at egenkapitalen «*var tapt*» etter Selskapets tilsvarende svar til børsen av 1. november, skriver Selskapet blant annet at denne beror på vurderinger i mai/juni om at «*Selskapet ville være insolvent dersom avtalen med bankene ikke ble gjennomført og den nye egenkapitalen kom inn. Konsekvensen av dette var at styret anså den «gamle» egenkapitalen som tapt.*» Videre vises det til at det «*ved en likvidasjon, som ville vært tilfelle om ikke restruktureringen kom på plass og skipene dermed måtte bli solgt skip for skip, er det mest relevant å se på verdiene skip for skip, og man vil se at egenkapitalen er tapt.*» (Vedlegg 1.18 til Vedtaket.)

⁴ Filip Truyen, *Aksjonærenes Myndighetsmisbruk – en studie i asl./asal*. § 5-21 og uskrevne myndighetsmisbruksprinsipper s. 337, jf. også omtale av saken på s.347 og s.405.

Begge de nevnte beskrivelser stemmer etter børsens betraktninger med en beskrivelse der Selskapets egenkapital på et gitt tidspunkt ville gå tapt dersom Selskapet ikke fant frem til en refinansieringsløsning. Det er også dette børsen har lagt til grunn når Børsen i Det opprinnelige vedtaket skriver at børsen ikke har *«funnet grunn til å overprøve Selskapets grunnleggende premisser om at en finansiell restrukturering var nødvendig, og at det var tidspress knyttet til behovet for å få på plass en løsning. Slik sett anser børsen også at en restrukturering av gjeld og tilførsel av egenkapital, var et relevant og egnet tiltak for å løse Selskapets finansielle utfordringer, som må anses å ha betydning for alle aksjonærene.»*

4.3 Merknader til Selskapets argumentasjon knyttet til ny og gammel egenkapital

Selskapets anførsler i Klagen om at den gamle egenkapitalen er tapt, henger også sammen med argumentasjonen som i klagen knyttes til sakligheten av forskjellsbehandlingen i forbindelse med tildeling av A- og B-aksjer. Selskapet skriver blant annet at det er *«et relevant og saklig hensyn at ny kapital, som var nødvendig for å gjennomføre den finansielle restruktureringen, ble behandlet annerledes en 'gammel' og tapt egenkapital.»* Videre skriver Selskapet at Remøygruppen i forbindelse med Restruktureringen *«ikke bare er aksjeeier, men også må vurderes i lys av sin rolle som eneste tilbyder av ny og nødvendig kapital.»* Argumentasjonen synes å bygge på at Remøygruppen nærmest må vurderes som en tredjepart, og ikke eksisterende aksjonær i REM i forhold til den rettede emisjonen, og at dette har betydning for saklighetsvurderingen fordi forskjellsbehandlingen da ikke kan anses som en krenkelse av utgangspunktet om aksjonærer skal behandles likt.

Oslo Børs mener en slik argumentasjon står i direkte motstrid til de faktiske omstendigheter, og begrunnelsen for forskjellsbehandlingen Selskapet selv har oppgitt. Førrende for strukturen i Restruktureringen, herunder størrelsen på den rettede emisjonen, fastsettelsen av emisjonskursen og begrensningen av reparasjonsemisjonen, var at Hovedaksjonær stilte som vilkår for å bidra med kapital at han fikk opprettholde sin kontroll i REM. Forhold knyttet til Hovedaksjonærs eksisterende innehav, har således direkte innvirkning på den forskjellsbehandling som oppstår i REM i forbindelse med Restruktureringen.

Videre har Selskapet i innkallingen til generalforsamlingen og i andre sammenhenger forklart tildelingen av A- og B-aksjer med at *«hovedaksjeeieren i Selskapet, for å samtykke til gjennomføringen av Fusjonen, har satt som vilkår at hans kontrollposisjon i Selskapet reflekteres i form av en betydelig stemmeinteresse i SOFF. Det er i denne sammenheng sett vesentlig hen til at han alene vil sikre at Fusjonen vedtas i generalforsamlingen i Selskapet som skal vedta fusjonen. Det er vektlagt at det i den foreliggende situasjonen er nødvendig å begrense gjennomføringsrisiko for den planlagte fusjonen og restruktureringsprosessene.»* Igjen er begrunnelsen for forskjellsbehandling knyttet til Hovedaksjonærs eksisterende aksjeinnehav i REM. Tilsvarende er også Hovedaksjonærs mulighet til å blokkere Fusjonen, et resultat av eksisterende kontrollposisjon i REM. Den forskjellsbehandlingen som har funnet sted knytter seg dermed til en forskjellsbehandling av eksisterende aksjonærer og en krenkelse av likhetsprinsippet, som igjen innebærer en skjerpelse av saklighetskravet, og det er ikke holdepunkter for å legge noe annet til grunn.

4.4 Etterfølgende omstendigheters relevans i forhold til vurderingen av om saklighetskravet var oppfylt på beslutningstidspunktet

Selskapet har i Klagen vist til etterfølgende faktiske omstendigheter som det mener har relevans for børsens konklusjoner rundt Selskapets saklighetsvurderinger på tidspunktet for de relevante beslutninger.

Selskapet har for det første vist til at oppslutningen i Tilbudet var svært lav, av totalt 1 281 600 tilbudte A-aksjer mottok Forsa AS bestillinger for totalt 2 761 A-aksjer (vedlegg 3). Selskapet argumenterer for at dette viser at styrets vurderinger var riktig og at det ikke finnes etterspørsel av betydning for aksjer i REM, uavhengig av om disse ble konvertert til A- eller B-aksjer, og at transaksjonen ikke innebar en slik betydelig økonomisk forfordeling som børsen hevder har funnet sted.

Til dette vil børsen vise til kursutviklingen i Solstad-aksjen i den aktuelle perioden (vedlegg 4). Mens kursen fra juli og frem til medio november har ligget på NOK 13 og over, begynte imidlertid kursen og bevege seg nedover mot NOK 12.50 i andre halvdel av november i 2016. I store deler av tilbudsperioden for Tilbudet kunne Solstad-aksjen handles i markedet til en kurs under tilbudsprisen i Tilbudet (som for øvrig er betinget av en gjennomføring av Fusjonen og med levering av aksjer i forbindelse med gjennomføringen av denne). Den lave oppslutningen kan etter børsens oppfatning ikke brukes som argument for å underbygge at det ikke fantes etterspørsel for aksjer i REM på de tidspunkter da Selskapet besluttet Restruktureringen og deretter Fusjonen med Solstad.

Selskapet har for det andre vist til at den nåværende kursen for REM-aksjen (på tidspunktet for Klagen ca. NOK 1 per aksje) gir et bedre uttrykk for Selskapets reelle verdi, enn på tidspunktet for annonseringen av Restruktureringen. Selskapet viser videre til at differensen mellom 1 krone og emisjonskursen på 0,87 øre utgjør en markedsmessig forskjell mellom omsetningskursen og kursen i emisjonen mot Hovedaksjonæren, og at emisjonskursen dermed ikke innebærer en økonomisk forfordeling.

Børsen er uenig i at dagens børskurs for aksjen i Rem kan indikere noe om en eventuell potensiell økonomisk forfordeling da emisjonskursen ble fastsatt av selskapet i juni 2016. Det vises i den forbindelse blant annet til at den som kjøpte én aksje i REM etter beslutning om Fusjon, ved gjennomføringen av den besluttede Fusjonen, ville få B-aksjer i Solstad med utgangspunkt i et bytteforhold der REM-aksjen var priset til 0,87 øre, og der prisingen av B-aksjen etter gjennomføringen av Fusjonen var usikker.

Det ovennevnte illustrerer også utfordringene ved å vektlegge etterfølgende omstendigheter i vurderingen av om tiltaket var saklig begrunnet ut fra omstendighetene slik de forelå på beslutningstidspunktet. Etterfølgende omstendigheter kan ha betydning for utvikling av aksjekurs, aksjonærs disposisjoner og situasjon mv. på en måte som var vanskelig å forutse og ha oversikt over på tidspunktet da de relevante beslutninger ble truffet.

5. Børsstyrets vedtak

Oslo Børs ved børsstyret er av de grunner som fremgår i punkt 4 over fremdeles av den oppfatning at Selskapet har brutt løpende forpliktelser pkt. 2.1 om likebehandling. Videre er det børsstyrets vurdering at bruddet er av en slik alvorlighetsgrad at det bør reageres med overtredelsesgebyr, jf. punkt 9 i Det opprinnelige vedtaket. Børsstyret har imidlertid under noe tvil kommet til at tiltaket som etter Det opprinnelige vedtaket ble iverksatt for å redusere forskjellsbehandlingen, bør tillegges vekt som en formildende omstendighet ved utmålingen av overtredelsesgebyret. Til tross for at Tilbudet ble gjennomført i etterkant av børsens sanksjonsvedtak, anses det som positivt at Selskapet traff tiltak med formål å redusere forskjellsbehandlingen, samtidig som det ikke gjør det opprinnelige bruddet mindre kritikkverdige. Børsstyret har på denne bakgrunn og etter en samlet vurdering besluttet å redusere det opprinnelige gebyret med en gang årlig kursnoteringsavgift, slik at overtredelsesgebyret settes til to ganger årlig kursnoteringsavgift.

Børsstyret traff på dette grunnlag følgende vedtak:

“Børsstyrets vedtak om å ilegge Rem Offshore ASA et overtredelsesgebyr på tre ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på kravet til likebehandling i løpende forpliktelser punkt 2.1, omgjøres slik:

For brudd på kravet til likebehandling etter løpende forpliktelser punkt 2.1, ilegges Rem Offshore ASA (nå Solship Invest 1 AS) et overtredelsesgebyr på to ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 329 200 kroner, jf. børsforskriften § 31 og løpende forpliktelser punkt 15.4.»

Vedlegg:

Vedlegg 1: Klage over børsens vedtak av 30.11.2016

Vedlegg 2: Børsmelding fra REM av 22.11.2016

Vedlegg 3: Børsmelding fra REM av 30.11.2016

Vedlegg 4: Grafer, kursutvikling Solstad-aksjen 01.01.2016 til 09.12.2016, kursutvikling REM 01.01.2016 til 08.12.2016, kursutvikling REM under tilbudsperioden i Tilbudet 23.11.2016 til 30.11.2016.