VEDTAK OG UTTALELSER
2024

EURONEXT OSLO BØRS

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.

Vi gjør også oppmerksom på at fotnotene er nummerert fortløpende i dokumentet og gjenspeiler derfor ikke samme nummerering som i originaldokumentene. Oslo Børs gjør oppmerksom på at det kan være enkelte feil og mangler i gjengivelsen.

Børsklagenemndens vedtak 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.

Euronext Oslo Børs, 24.01.2025

Kjell Vidjeland
Juridisk direktør
Euronext Oslo Børs

INNHOLDSFORTEGNELSE

1 OPPTAK TIL BØRSNOTERING / HANDEL 5

1.1 NYE SELSKAPER I 2024 5
1.2 OPPTAKSPRAKSIS – NYE SELSKAPER 6
1.2.1 Haugesund Sparebank – dispensasjon fra krav til at fusjon selskapsrettslig skal være gjennomført før opptak til handel på regulert marked, 22.03.2024 6
1.2.2 Krav om bekreftelse om tilstrekkelig likviditet i forbindelse med notering på Euronext Growth Oslo 10
1.2.3 Krav til begrenset revisjon av delårsrapporter i forbindelse med notering på Euronext Oslo Børs og Euronext Expand 11
1.3 OPPTAKSPRAKSIS – FORTSATT NOTERING 11
1.3.1 Hyon – Redegjørelse for fortsatt notering, 05.07.2024 11

2 STRYKNING / SUSPENSJON 12

2.1 SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING 12
2.2 STRYKNINGSSAKER 13
2.2.1 Børsklagenemnden sak 2/2023 – Univid ASA 13
2.2.2 Seadrill Limited – Resolution to delist the shares from Oslo Børs, 06.06.2024 50
2.2.3 Astrocast - Resolution to delist the shares from Euronext Growth Oslo, 19.06.2024 56
2.2.4 SAS AB – Conditional resolution to delist the company's shares from admittance to trading on Euronext Oslo Børs, 25.07.2024 65
2.2.5 SAS AB – Conditional resolution to delist the company's shares from admittance to trading on Euronext Oslo Børs, 25.07.2024 69
2.2.6 Salmones Camanchaca S.A – Resolution to delist the NDR's from Euronext Oslo, 27.08.2024 72
2.2.7 Borr Drilling Limited – Resolution to delist the company's shares from admittance to trading on Euronext Oslo Børs, 01.11.2024 79

3 LØPENDE UTSTEDERREGLER 85

3.1 LIKEBEHANDLING AV AKSJONÆRER 85
3.2 LØPENDE INFORMASJONSPLIKT MV. 85
3.2.1 Awilco LNG ASA – Meknader til løpende forpliktelser, 25.01.2024 85
3.2.2 1-kroners krav, Euronext Oslo Børs, 01.02.2024 89
3.2.3 Argeo AS – Kommentarer til selskapets løpende informasjonsplikt og forbudet mot markedsmanipulasjon, 08.02.2024 90
3.2.4 [redacted] – sen offentliggjøring innsideinfo, Euronext Oslo Børs, 13.03.2024 95
3.2.5 [redacted] Notifikasjon, samt krav til innhold og kategorisering for børsmelding om innsideinformasjon, Euronext Oslo Børs, 05.04.2024 96
3.2.6 [redacted] – Information management and confidentiality financial information, Euronext Expand, 25.04.2024 97
3.2.7 Sen innsendelse av redegjørelse for fortsatt notering, 16.05.2024 98
3.2.8 Lifecare AS – Merknader til løpende informasjonsplikt og offentliggjøring av innsideinformasjon, 03.06.2024 99
3.2.9 Manglende underhåndenvarsling og notifikasjon, Oslo Børs, 23.07.2024 105
3.2.10 Gigante Salmon AS – Vedtak knyttet til overtredelse av utsteders løpende informasjonsplikt, 10.09.2024 106
3.2.11 Interoil Exploration and Production ASA - Decision Regarding a Violation of the Issuer's Continuing Disclosure Obligations, 12.12.2024 121

3.3 PERIODISK IN FORMASJONSPLIKT – REGNSKAPSRAPPORTERING 133
4 MEDLEMSFORPLIKTELSER – HANDELSREGLER 133
5 OVERTAKELSESTILBUD 134
5.1 KONTROLLERTE TILBUD 2024 134
5.2 TILBUDSPLIKT 134
5.2.1 Mandatory offer obligation, amalgamation following voluntary offer, e-postkorrespondanse 05.02.2024 134
5.2.2 Use of exempted document for voluntary exchange offer, ... 136
e-postkorrespondanse 26.02.2024 136
5.2.3 Godkjennelse av exempted document, e-post-korrespondanse 26.11.2024 138
5.2.4 Tilbudsplikt – flere transaksjoner før første noteringsdag, utlån av aksjer for prisstabilisering i emisjon, e-postkorrespondanse 04.03.2024 141
5.2.5 Uavhengig uttalelse på vegne av målselskapet ved frivillig tilbud, e-postkorrespondanse 02.07.2024 143
5.2.6 Gram Car Carriers ASA – Aksjer omfattet av tilbudet, e-postkorrepondanse 15.07.2024 144
5.2.7 Tilbudsplikt ved tilbakekjøp av egne aksjer og kapitalnedsettelser med etterfølgende sletting, e-postkorrespondanse 21.11.2024 144
5.2.8 TRS-avtale i forbindelse med frivillig tilbud, e-postkorrespondanse 12.12.2024 146
5.3 DISPENSASJON FRA TILBUDSPLIKT 148
5.3.1 BW Energy Limited – Dispensasjon fra tilbudsplikt for BW Energy Holdings Limited, 03.05.2024 148
5.3.2 Samhällsbyggnadsbolaget i Norden AB – Dispensasjon fra tilbudsplikt i Public Property Invest ASA ved konsernintern overdragelse, 12.07.2024. 156
5.3.3 Höegh Autoliners ASA – Dispensasjon fra tilbudsplikt for Aequitas Shipping AS, Pomor BVI Ltd og Gadus SE, 12.07.2024 159

1 OPPTAK TIL BØRSNOTERING / HANDEL

1.1 Nye selskaper i 2024

Selskaper som har søkt om notering og er vedtatt tatt opp i 2024

Euronext Oslo Børs	**Første noteringsdag**
Public Property Invest ASA	29.04.2024
Cavendish Hydrogen ASA	12.06.2024
Hermana Holding ASA	18.06.2024
Capsol Technologies ASA[2]	19.06.2024
Haugesund Sparebank	05.07.2024
Lifecare ASA[2]	22.10.2024
Argeo ASA[2]	24.10.2024
Paratus Energy Services Ltd[2]	13.11.2024
Nordic Mining ASA[1]	26.11.2024
Trøndelag Sparebank	18.12.2024
Envipco Holding N.V.[2]	19.12.2024

1 Overføring fra Euronext Expand til Oslo Børs
2 Overføring fra Euronext Growth til Oslo Børs

Euronext Expand	**Første noteringsdag**
Soiltech ASA	11.09.2024

Euronext Growth	**Første handelsdag**
Flekkefjord Sparebank	23.05.2024
Ventura Offshore Holding Ltd.	05.06.2024
Paratus Energy Services Ltd	28.06.2024
Vantage Drilling International Ltd	28.10.2024
Bruton Limited	28.11.2024
Oncoinvent ASA	13.12.2024
Moreld AS	19.12.2024

Euronext NOTC	**Første handelsdag**
Torghatten Aqua AS	18.03.2024
GiG Software P.L.C.	14.10.2024

1.2 Opptakspraksis – nye selskaper

1.2.1 Haugesund Sparebank – dispensasjon fra krav til at fusjon selskapsrettslig skal være gjennomført før opptak til handel på regulert marked, 22.03.2024

1. Innledning

Det vises til e-post av 1. mars 2024 hvor det på vegne av Haugesund Sparebank søkes om dispensasjon fra kravet om at fusjon selskapsrettslig skal være gjennomført før opptak til handel på regulert marked, jf. Notis 3.4 punkt 11(3).

2. Bakgrunn for søknaden

Haugesund Sparebank planlegger å søke om notering på Oslo Børs. Banken har pr 6. mars 2024 15 obligasjonslån notert på Nordic ABM og er således underlagt informasjonspliktreglene.

Egenkapitalbevis i Tysnes Sparebank ble tatt opp til notering på Euronext Growth Oslo 18. desember 2017. Banken har per 6 mars 2024 i tillegg 12 lån notert på Nordic ABM. Banken er således underlagt informasjonspliktreglene.

Haugesund Sparebank og Tysnes Sparebank offentliggjorde 2. november 2023 at man hadde vedtatt plan for sammenslåing av bankene.[1] Haugesund Sparebank skal være juridisk og regnskapsrettslig overtakende bank. Sammenslåingen vil skje ved at Haugesund Sparebank utsteder egenkapitalbevis som vederlag til nyopprettet Sparebankstiftinga Tysnes samt eksisterende egenkapitalbeviseiere i Tysnes Sparebank i bytte for egenkapitalbevis i Haugesund Sparebank. Haugesund Sparebank har p.t. utstedt egenkapitalbevis som er unotert. Hensyntatt bytteforhold og justeringer for mer- og mindreverdier i bankene skal det utstedes 1.801.808 egenkapitalbevis til eksisterende egenkapitalbeviseiere i Tysnes Sparebank og 1.173.599 egenkapitalbevis til Sparebankstiftinga Tysnes. Haugesund Sparebank har i dag 2.250.000 egenkapitalbevis.

Forstanderskapet i Tysnes Sparebank og generalforsamlingen i Haugesund Sparebank ga 11. desember 2023 sin tilslutning til sammenslåingen.[2] Sammenslåingen er betinget av at nødvendige myndighetsgodkjennelser gis uten vilkår eller på vilkår som ikke vesentlig endrer forutsetningene bankene har lagt til grunn ved inngåelsen av fusjonsplanen.

Det fremgår av søknaden at Haugesund Sparebank ønsker å søke om opptak på Oslo Børs før fusjonen er selskapsrettslig gjennomført, men dette forutsetter i så fall at banken gis dispensasjon fra krav om at fusjoner selskapsrettslig skal være gjennomført før første dag for opptak til handel, jf. Notis 3.4 punkt 11(3). Haugesund Sparebank offentliggjorde 8. mars børsmelding om at de tar sikte på notering i juli 2024 forutsatt at banken mottar nødvendige godkjennelser og

[1] NewsWeb (oslobors.no)
[2] NewsWeb (oslobors.no)

oppfyller alle opptaksvilkår. I samme børsmelding nevnes at det ikke vil gjennomføres tilbud av egenkapitalbevis i forbindelse med opptaket.[3]

Det fremgår av søknaden om dispensasjon at Haugesund Sparebank er av den oppfatning at banken vil oppfylle opptaksvilkårene for notering på Oslo Børs og ikke vil være avhengig av fusjonen med Tysnes Sparebank for å oppfylle opptaksvilkårene.

3. Regelverk

Det følger av Notis 3.4 punkt 11 at

(1) Dersom utstederen er i forhandlinger om gjennomføring av en transaksjon som, ved gjennomføring, må antas å innebære en endring på mer enn 25% i forhold til kriteriene som nevnt i femte ledd, eller for øvrig anses vesentlig for vurderingen av utstederen, skal dette så snart som mulig opplyses til Oslo Børs.

(2) Oslo Børs avgjør hvorvidt søknad om opptak til handel kan behandles før forhandlingene som nevnt i første ledd er fullført. (….)

(3) Fusjon og fisjon må være selskapsrettslig gjennomført før første dag for opptak til handel. Oslo Børs kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra første punktum. (…)

(4) Med transaksjon etter første ledd menes erverv eller avhendelse av virksomhet eller eiendel. Bestemmelsen gjelder tilsvarende ved fusjoner eller fisjoner.

(5) Transaksjonen innebærer en endring som nevnt i første ledd dersom det medfører en økning eller reduksjon på mer enn 25 % i utstederens eiendeler, driftsinntekter eller årsresultat. (…)

4. Børsens vurdering

Børsen kan ikke se at det tidligere har vært innvilget dispensasjon fra kravet om at fusjon selskapsrettslig skal være gjennomført før første dag for opptak til handel, jf. Notis 3.4 punkt 11(3).

Som nevnt ovenfor er det som utgangspunkt forutsetning om at fusjoner selskapsrettslig skal være gjennomført før første noteringsdag, men at børsen kan gjøre unntak. For øvrige transaksjonstyper, benyttes en vesentlighetsvurdering hvor man vurderer om transaksjonen medfører en endring på mer enn 25 % i utstederens eiendeler, driftsinntekter eller årsresultat. Tilsvarende forholdstall for hhv. Haugesund Sparebank og Tysnes Sparebank basert på kvartalsrapport for Q3 2023 er:[4]

	Haugesund Sparebank	Tysnes Sparebank	Endring i %
Balanse	kr 14 233 525 000	kr 3 604 541 000	25 %
Driftsinntekter (jan-sept)	kr 297 752 000	kr 78 928 000	27 %
Årsresultat (jan-sept)[5]	kr 133 054 000	kr 28 354 000	21 %

[3] NewsWeb (oslobors.no)
[4] Tilgjengelig på www.newsweb.oslobors.no
[5] Resultat av ordinær drift etter skatt

Iht. regelen skal ovennevnte forholdstall vurderes separat. Som vist ovenfor vil endring i driftsinntekter medføre en økning på 27 % og således overskride grensen. Bytteforholdet i fusjonen er avtalt til å være 80,2 % til Haugesund Sparebank og 19,8 % til Tysnes Sparebank som indikerer at den vesentligste delen av virksomheten i den fusjonerte banken er i Haugesund Sparebank. Dersom man legger bytteforholdet til grunn, vil fusjonen ligge under 25 %-grensen for hva som utgjør en vesentlig transaksjon. Børsen har derfor vurdert det dithen at prosentvis endring i driftsinntekter ikke bør gis avgjørende vekt alene.

Et av hensynene bak regelen om at fusjon skal være gjennomført før notering, er at investorene skal ha tilstrekkelig informasjon til å ta velfunderte investeringsbeslutninger. Dersom utsteder planlegger gjennomføring av en transaksjon kort tid etter opptak til handel, men investorene hverken har tilstrekkelig informasjon om transaksjonen og/eller det er usikkert om transaksjonen vil bli gjennomført, vil det kunne være argument for at dispensasjon ikke bør innvilges. For nevnte transaksjon, vil fusjonen imidlertid gjelde to sparebanker som begge har noterte verdipapirer og således allerede er underlagt informasjonsplikt. Fusjonen er mellom to lokale sparebanker som begge har sin virksomhet på Vestlandet og det fremgår av søknaden at det er betydelige likhet mellom virksomhetene og at fusjonen ikke vil innebære en vesentlig endring for Haugesund Sparebank. Videre fremgår det at virksomheten er analyserbar for investorene. Gjennomføring av fusjonen er betinget av at bankene gis tillatelse fra myndighetene, og børsen legger til grunn at dersom det skulle oppstå tilstrekkelig usikkerhet om tillatelse gis, vil dette bli omfattet av informasjonsplikten. Ettersom egenkapitalbevisene i Tysnes Sparebank allerede er notert, legges det til grunn at eventuell usikkerhet i markedet om fusjonen kan gjennomføres, er hensyntatt i prisingen av Tysnes Sparebanks egenkapitalbevis. Det legges derfor til grunn at dette i seg selv ikke vil være til hinder for å kunne gi dispensasjon.
Det følger videre av Oslo Regelbok II punkt 3.1.5.1 at

(1) *Dersom et offentlig tilbud finner sted før opptak til handel, må tegningsperioden avsluttes før den første handelsdagen, i henhold til Regel 6604 i Regelbok I. Eventuelle nyutstedelser utført i forbindelse med eller parallelt med opptaket til handel må registreres i Foretaksregisteret og innmeldes i verdipapirregisteret innen samme periode.*[6]

(2) *Oslo Børs kan etter anmodning fra utstederen i særlige tilfeller gi unntak fra bestemmelsene i første ledd annet punktum dersom nytutstedelsen ikke er nødvendig for å tilfredsstille kravene for opptak til handel.*

Hofset Biocare ASA fikk i 2020 dispensasjon fra denne regelen på bakgrunn av at opptaket gjaldt overføring fra Euronext Expand og det offentlige aksjetilbudet ikke hadde betydning for oppfyllelsen av øvrige opptaksvilkår.

Selv om forannevnte ikke er lik som forholdet i denne søknaden, vurderer vi de til å ha noen sammenliknbare trekk i og med at fusjonen også vil innebære utstedelse av nye egenkapitalbevis. Som det fremkommer i andre ledd, har børsen anledning til å gi unntak i særlige tilfeller dersom emisjonen ikke er nødvendig for å tilfredsstille kravene for opptak til handel. Det fremkommer av søknaden om dispensasjon at Haugesund Sparebank ikke vil emittere egenkapitalbevis i forbindelse med noteringen hvilket også gjaldt for Hofset Biocare ASA.

Spørsmålet er således om emisjon av egenkapitalbevis i forbindelse med fusjon etter første noteringsdag likevel skal anses som hinder. Oslo Børs vurderer det slik at dette i seg selv ikke vil være hinder forutsatt at selskapet på selvstendig

[6] Regelen følger av verdipapirforskriften § 13-3 (3)

grunnlag tilfredsstiller opptaksvilkårene og markedsaktørene har tilstrekkelig informasjon til å vurdere banken både som selvstendig enhet og som fusjonert selskap. Det legges imidlertid til grunn at det må være tilstrekkelig tid mellom første noteringsdag for Haugesund Sparebank som selvstendig bank og gjennomføring av fusjon med Tysnes Sparebank slik at prisdannelsen i markedet ikke påvirkes av selskapsrettslig gjennomføring av fusjonen den første tiden etter første noteringsdag. Det legges til grunn at en vurdering av dette inngår som del av søknad om opptak til handel.

Iht. søknaden om dispensasjon vil notering av Haugesund Sparebank i forkant være fordelaktig for prisingen av egenkapitalbevis i Tysnes Sparebank frem mot fusjon. Egenkapitalbevisene i Tysnes Sparebank har i perioden 01.08.23 – 12.03.24 blitt omsatt ca. 49 % av dagene. Gjennomsnittlig omsatt verdi pr dag er relativt lavt, ca. NOK 31.900, og de fleste dagene hvor aksjen er omsatt, har det kun vært 1-2 handler per dag. Det er daglig stilt både kjøps- og salgspriser i egenkapitalbevisene. Til sammen underbygger dette at banken prises i markedet hvilket også vil gi informasjon til egenkapitalbeviseierne i Haugesund Sparebank mht. verdien av Tysnes Sparebank.

Det er p.t. notert 30 sparebanker og børsen legger til grunn at virksomheten i sparebanksektoren er analyserbar. Dette underbygger at man kan vurdere å gi dispensasjon.

Det fremkommer av søknaden at banken i prospektet vil innta informasjon for det tilfellet at fusjonen gjennomføres som planlagt, bl.a. ved å utforme pro-forma informasjon som viser bankens årsregnskap basert på en forutsetning om at fusjonen var gjennomført per 01.01.23 for resultat og gjennomført per 31.12.23 for balansen. Det vil også gis løpende beskrivelser og forutsetninger for begge situasjoner, men det oppgis at virksomheten slik den drives i dag videreføres i sin helhet etter fusjonen. Banken er i dialog med Finanstilsynet om finansiell informasjon og har foreslått at følgende inntas:

> Revidert årsregnskap for Haugesund Sparebank for regnskapsåret 2023 med sammenliknbare tal for 2022, utarbeidet iht. IFRS

> Revidert årsregnskap for Haugesund Sparebank for regnskapsåret 2022 med sammenliknbare tall for 2021, utarbeidet iht. Forskrift om årsregnskap for banker, kredittforetak og finansieringsforetak («Årsregnskapsforskriften», dvs. en versjon av IFRS med noe enklere krav)

> Ikke-revidert kvartalsregnskap for 1. kvartal 2024 for Haugesund Sparebank med sammenliknbare tall for tilsvarende periode i 2023 utarbeidet iht. IAS 34 og med erklæring fra Deloitte om begrenset revisjon

> Ikke-revidert kvartalsregnskap for 1. kvartal 2024 for Tysnes Sparebank med sammenliknbare tall for tilsvarende periode i 2023 utarbeidet iht. IAS 34, uten erklæring om begrenset revisjon

> Revidert årsregnskap for Tysnes Sparebank for regnskapsåret 2023 med sammenliknbare tall for 2022, utarbeidet iht. Årsregnskapsforskriften

> Proforma finansiell informasjon for Haugesund Sparebank som viser bankens årsregnskap basert på en forutsetning om at sammenslåingen var gjennomført per 1. januar 2023 (for resultatet) og gjennomført pr 31.12.23 (for balansen), sammen med erklæring fra Deloitte om at proforma finansiell informasjon er utarbeidet iht. prospektreglene

5. Vedtak

Oslo Børs har 20. mars 2024 fattet følgende vedtak:

«Dersom Haugesund Sparebank søker om opptak til handel på Oslo Børs før gjennomføring av fusjon med Tysnes Sparebank, vil banken kunne gis dispensasjon fra Notis 3.4 punkt 11 (3) som forutsetter at fusjon selskapsrettslig må være gjennomført før første dag for opptak til handel.

For å benytte dispensasjonen må Haugesund Sparebank tilfredsstille opptaksvilkårene som selvstendig bank (dvs. uten gjennomføring av fusjonen). Videre må prospektet for opptak til handel inneholde informasjon for banken både som selvstendig bank og som fusjonert bank. Det må være tilstrekkelig tid mellom første noteringsdag for Haugesund Sparebank som selvstendig bank og gjennomføring av fusjon med Tysnes Sparebank slik at prisdannelsen i markedet ikke påvirkes av fusjonen den første tiden etter første noteringsdag. Perioden vil bli fastsatt av Oslo Børs sammen med vedtak om opptak til handel.»

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden iht. verdipapirforskriften kapittel 12. Klagefrist er to uker.

1.2.2 Krav om bekreftelse om tilstrekkelig likviditet i forbindelse med notering på Euronext Growth Oslo

According to Growth Oslo Rulebook II section 2.1.3.1 (2), an issuer that is unable to demonstrate that it has sufficient liquidity to operate for 12 months must provide additional information as part of its liquidity statement in the Listing Report and the information document or prospectus. Minimum requirements for such description are further specified in Notice 2.2 (2) no. 6 for the listing report and Notice 2.3 item 3.1 for the information document. The information given must be sufficient for the exchange to be able to assess the company eligibility of admission to trading, and correspondingly that the information document has sufficient information for investors to be able to make well-founded investment decisions. Provided that the documents satisfy such expectations, the fact that the company does not have sufficient liquidity for the first 12 months after first day of admission to trading will by itself not result in the application to be admitted to trading to be refused. When making our assessment we will e.g. also take into account the time between expected first day of admittance to trading and date when the company will need further financing, the amount needed, the plans to raise the necessary capital, which options the company has to raise the required liquidity etc. We will also take into account the assessment made by the Euronext Growth Advisor and the DD-advisor. If sufficient information is given, the need for additional financing is not shortly after first day of admittance to trading, the Euronext Growth Advisor and the DD advisor are of opinion that the company satisfies the criteria for being admitted to trading, the Euronext Growth Advisor is of the opinion that sufficient information has been provided and the company does not require any other exemptions from the admission rules, our current assumption is that the need to raise additional capital is not a hinder. A final decision can, however, unfortunately not be made until we have the relevant information.

1.2.3 Krav til begrenset revisjon av delårsrapporter i forbindelse med notering på Euronext 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 vurderes å gi unntak ved overføring fra Euronext Expand til Oslo Børs.

1.3 Opptakspraksis – Fortsatt notering

1.3.1 Hyon – Redegjørelse for fortsatt notering, 05.07.2024

E-post fra Euronext Oslo Børs 05.07.2024:

Please refer to the report on continued listing of shares on Euronext Expand Oslo of the agreement in principle with Jetcarrier AS. The report was submitted to Oslo Børs on 19. June 2024.

In the report it is stated that on 12. June 2024, Aqua Bio Technology ASA ("ABT" or the "Company") entered into an agreement in principle (the "Agreement") with Jetcarrier AS Ltd ("Jetcarrier") for the acquisition of all of the shares in Jetcarrier. As of the same date, the Agreement is subject to finalizing a share purchase agreement, completing a valuation verification of Jetcarrier, a satisfactory due diligence, and approval of the Acquisition by the board of directors.

The Agreement is structured as an all-share transaction. The estimated maximum purchase price for Jetcarrier is NOK 241 million which shall settled as follows: (i) NOK 126 million through will be used to subscribe for 18 000 000 shares in ABT at a subscription price of NOK 7 per share (the "Consideration Shares"), (ii) NOK 35 million will be settled by cash payment once ABT has completed a share capital raise by 1 November 2024, (iii) NOK 20 million will be settled by cash payment 12 months following the share capital raise in (ii); and (iv) NOK 60 of the purchase price is conditional upon the Jetcarrier achieving a total minimum EBIT of NOK 73 million for the cumulative financial years 2024-2027.

Over the past few months, the Company has engaged in multiple acquisitions, some of which do not seem to be directly related to its original business focus. Certain acquisitions are of significant size compared to the Company. Therefore, due to the substantial changes in the company's structure and operations, Oslo Børs requests the Company submit a document that meets the requirements for

the content of an application for admission to trading and the approved prospectus. Attached to the listing report, it is also expected that the Company submits a due diligence report prepared by an independent advisor that has been prepared as part of the listing application. As a minimum it is expected that a legal and financial DD is performed.

Oslo Børs requests that the document that meets the requirements for the content of an application for admission to trading, the DD report and the approved prospectus are submitted by 5 August 2024.

The Company will be invoiced in accordance with "Schedule of fees applicable to issuers on Oslo Børs and Euronext Expand section 2.1"

2 STRYKNING / SUSPENSJON

2.1 Selskaper som er strøket fra notering

Euronext Oslo Børs	**Siste handelsdag**
Kahoot! ASA	22.01.2024
Univid ASA	31.01.2024
Asetek A/S	26.03.2024
Northern Drilling Ltd.	29.04.2024
Adevinta ASA	04.06.2024
PGS ASA	01.07.2024
Gram Car Carriers ASA	05.08.2024
SAS AB	13.08.2024
Seadrill Limited	09.09.2024
Oceanteam ASA	10.09.2024
Sparebank 1 Sørøst-Norge	30.09.2024
Salmones Camanchaca S.A.	28.10.2024
Totens Sparebank	31.10.2024
Volue ASA	06.11.2024
Carasent ASA	04.12.2024
Borr Drilling Limited	30.12.2024

Euronext Expand	**Siste handelsdag**
Nordic Mining ASA[1]	25.11.24

1) Notert på Euronext Oslo Børs

Euronext Growth	**Siste handelsdag**
Mintra Holding AS	01.02.2024

Statt Torsk ASA	01.02.2024
Quantafuel AS	06.02.2024
Questback Group AS	20.02.2024
Capsol Technologies ASA[1]	18.06.2024
Kyoto Group AS	01.08.2024
Astrocast SA	19.08.2024
Recreate ASA	11.10.2024
Lifecare ASA[1]	21.10.2024
Argeo ASA[1]	23.10.2024
Paratus Energy Services Ltd[1]	12.11.2024
ECIT AS	25.11.2024
Knox Energy Solutions AS	25.11.2024
Beerenberg AS	28.11.2024
Circa Group AS	13.12.2024
Envipco Holding N.V.[1]	18.12.2024
Lea bank ASA	30.12.2024
Everfuel A/S	30.12.2024

1) Notert på Euronext Oslo Børs

Euronext NOTC	**Siste handelsdag**
Tomini Shipping Limited	16.01.2024
Sea Production Ltd	29.02.2024
Ecoteq Energy ASA	29.02.2024
DOF Installer ASA	16.08.2024
Soiltech ASA[2]	10.09.2024
GFjord Invest AS	15.10.2024
Heder Bank	18.10.2024

2) Notert på Euronext Expand

2.2 Strykningssaker

2.2.1 Børsklagenemnden sak 2/2023 – Univid ASA

Avgjørelse 23. januar 2024 av klage fra Univid ASA over Oslo Børs' vedtak 27. oktober 2023 om å stryke Univid ASAs aksjer fra handel, jf. lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) § 12-3 jf. Oslo Børs' Regelbok II punkt 2.11.2 (1).

1. Klagesaken og børsklagenemndens sammensetning

Oslo Børs ASA (heretter «Oslo Børs» eller «børsen») fattet 27. oktober 2023 følgende vedtak:

«Oslo Børs finner at Univid ASA, utsteder av aksjer med ISIN NO 0003055808, ikke tilfredsstiller kravene for opptak til handel og anser selskapet for å ikke være egnet for fortsatt notering.

Oslo Børs har derfor besluttet å stryke aksjene fra handel, jf. verdipapirhandellovens § 12-3, jf. Regelbok II punkt 2.11.2 (1).

Aksjene i Univid ASA strykes fra notering på Oslo Børs fra og med 12. desember 2023. Siste noteringsdag vil være 11. desember 2023.»

Univid ASA (heretter «klager», «Univid» eller «selskapet») påklaget vedtaket 10. november 2023. Klagen ble fremsatt av advokatfirmaet CLP DA v/advokat Andreas Kildal. Klagen er rettidig. Klager legges til grunn 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 besluttet 24. november 2023 at iverksettelsen av strykningsvedtaket utsettes til klagen er ferdigbehandlet, se børsmelding 24. november 2023 kl. 14:55 publisert på Univids ticker.

Før klagen ble ferdigbehandlet av Oslo Børs, sendte Oslo Børs et brev 24. november 2023 til Univid med merknader til klagen. Disse ble kommentert av Univid i brev 3. desember. Børsen ga merknader til disse kommentarene 6. desember 2023. Univid sendte 7. desember 2023 inn ytterligere kommentarer. Oslo Børs fant ikke grunn til å omgjøre vedtaket og oversendte 11. desember 2023 saken til Børsklagenemnden for behandling sammen med børsens merknader til klagen, jf. verdipapirforskriften § 12-5 (6) og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Børsklagenemndens leder besluttet 12. desember 2023 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 Univid v/advokatfirmaet CLP 15. desember 2023. Børsen innga merknader til klagers merknader 20. desember 2023, mens klager innga avsluttende merknader 22. desember 2023. Oslo Børs gjorde 4. januar 2024 nemnden oppmerksom på børsmelding om at Univids revisor trekker seg. Kommentarer til dette ble inngitt av Univid 5. januar 2024.

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

2. Bakgrunn – faktiske forhold

Oslo Børs har i vedtaket 27. oktober 2023 omtalt selskapets historikk og bakgrunn for vedtaket om strykning. Selskapet har ikke hatt merknader til børsens redegjørelse. Omtalen under er basert på denne, supplert med faktiske forhold beskrevet i klagen og øvrige dokumenter.

Selskapet har vært notert på Oslo Børs siden 2006, og var ved opptak til handel et gruveselskap. Selskapets navn var Intex Resources og var da et heleid datterselskap av Crew Corporation, som var notert på Oslo Børs. Selskapet endret navn til Element i 2017 og endret samtidig strategi til å være et prosjektinvesteringsselskap innen mineralsektoren og den digitale/blockchain-

økonomien. Selskapet ønsket bl.a. å etablere en asset-backed token basert på selskapets mineralforekomster.

I 2020 og 2021 ble denne virksomheten solgt og avviklet, og selskapet endret navn til DLT. I forbindelse med denne transaksjonen sendte selskapet i februar 2021 redegjørelse for fortsatt notering, da selskapet endret virksomhet til å være et investeringsselskap innenfor digitale eiendeler/verdipapirer relatert til krypto, mining og blokkjede. Selskapet ble i denne forbindelse pålagt å gjennomføre full noteringsprosess mot Oslo Børs, og da også med full due diligence. Etter dette ble det besluttet at noteringen ville bli videreført. Selskapets navn ble i juni 2022 endret til DLTx.

21. oktober 2022 mottok opptaksavdelingen ved Oslo Børs redegjørelse for fortsatt notering fra selskapet. Grunnen var at selskapet hadde inngått transaksjonsavtale om salg av det vesentlige av sin virksomhet, og hvor selskapet opplyste at «*Following Closing, the Company will change its name and ticker and pursue business combinations with companies focusing on disruptive and sustainable business models*».

Oslo Børs ga tilbakemelding om at «Ettersom gjennomføring av transaksjonen innebærer en avvikling av den gjeldende virksomheten, samt at det planlegges ny virksomhet, vil Oslo Børs kreve at det gjennomføres en full opptaksprosess for ny virksomhet, alternativt iverksette strykning av aksjene dersom ny virksomhet *ikke erverves innen rimelig tid.*». Selskapet ble samtidig bedt om å gi en oppdatering innen 31. januar 2023. Oslo Børs mottok ikke slik oppdatering, og 21. februar 2023, etter oppfølgning fra Oslo Børs med hensyn til ovennevnte frist, opplyste selskapet at de fremdeles arbeidet med transaksjonen, og at de ikke hadde oppdatering med hensyn til planlagt virksomhet for selskapet. 1. mars 2023 mottok selskapet varsel om avtalebrudd fra avtalemotparten. Transaksjonsavtalen ble terminert 12. mars 2023.

Den 8. april 2023 inngikk selskapet avtale om og gjennomførte avtale om salg av alle utenlandske, operasjonelle datterselskaper, inkludert interessen i «Filecoin cloud storage partnerships Storify and Helix». Oslo Børs mottok ny redegjørelse for fortsatt notering 17. april 2023 i forbindelse med denne transaksjonen. Av redegjørelsen fremgår at "*Following Closing of the Transaction, the Company will change its name and ticker and optimize its balance sheet and then pursue business combinations with companies focusing on innovative, sustainable and scalable business models*". I forbindelse med transaksjonen mottok Oslo Børs redegjørelse for fortsatt notering i henhold til Oslo Børs' Regelbok II - Utstederregler (Regelbok II) punkt 4.7.

Oslo Børs ga 5. mai 2023 bl.a. følgende tilbakemelding til denne redegjørelsen:

> «På bakgrunn av overnevnte, herunder at Selskapet har overført en vesentlig del av sine eiendeler, og vil «pursue business combinations with companies focusing on innovative, sustainable and scalable business models», vil Oslo Børs kreve at det gjennomføres en full opptaksprosess så fort slik «business combination» er klarlagt. Strykningsprosess vil bli vurdert iverksatt dersom planlagt virksomhet videre ikke er ytterligere klarlagt innen 1. september 2023, og/eller dersom Selskapet ved planlagt virksomhet videre ikke oppfyller vilkårene for videre notering. Det vil påløpe full introduksjonsavgift for ny opptaksprosess.»

Selskapet annonserte 10. mai 2023 at navnet var endret fra DLTx til Univid.

22. august 2023 sendte selskapet anmodning om fristutsettelse på bakgrunn av at videre virksomhet ikke er ytterligere konkretisert grunnet kort tidsfrist, sommerferie og urolige tider i transaksjonsmarkedet. Oslo Børs sendte 14. september 2023 tilbakemelding på slik anmodning, og Univid ble forespurt ytterligere informasjon med sikte på å gjøre en nærmere vurdering av selskapets situasjon og vurderingen av fortsatt notering. Oslo Børs mottok 5. oktober 2023 ytterligere informasjon i forbindelse med vurderingen av fortsatt notering, samt Univids egen vurdering av situasjonen.

Oslo Børs fattet 27. oktober 2023 vedtak om strykning av Univids aksjer.

Den 7. november 2023 offentliggjorde Univid at det hadde inngått avtale om virksomhetssammenslåing med det irske selskapet SEEYOU Ltd. (SEEYOU). I børsmelding 12. desember 2023 varslet Univid at SEEYOU hadde hevet avtalen om virksomhetssammenslutningen. Ifølge børsmeldingen var hevingen basert på at Oslo Børs ikke hadde omgjort sitt vedtak om strykning av Univids aksjer fra Oslo Børs.

Den 3. januar 2024 publiserte Univid en børsmelding om at selskapets revisor, Plus Revisjon AS, trekker seg 26. januar 2024, om ikke ny revisor oppnevnes før den tid. Begrunnelsen er i børsmeldingen oppgitt å være følgende:

> «The background for the notice of resignation is inter alia that the auditor considers that the liquidity of the Company is less than adequate based on the risks and extent of the Company's business, and that the Company has challenges related to reconciliation and documentation for significant balance sheet items, as well as in relation to satisfactory control with accounts and capital management.»

Under henvisning til børsmeldingen 3. januar 2024 plasserte Oslo Børs 4. januar Univid i «Recovery Box», som er forbeholdt tilfeller der utstedere av finansielle instrumenter er i en situasjon som gjør prisingen av verdipapirene særlig usikker, jf. Regelbok II punkt 2.10.2.

3. Rettslig grunnlag

Verdipapirhandelloven § 12-3(1) lyder slik:

«Markedsoperatøren kan suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handel på det regulerte markedet hvis det ikke lenger tilfredsstiller det regulerte markedets vilkår. Markedsoperatøren kan likevel ikke suspendere eller stryke et finansielt instrument på det regulerte markedet hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon.»

Regelbok II punkt 2.11.2(1) og (5) lyder slik:

«(1) Oslo Børs kan stryke finansielle instrumenter utstedt av en Utsteder hvis de ikke lenger tilfredsstiller børsens vilkår eller regler. Oslo Børs kan likevel ikke stryke et finansielt instrument hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller for markedets oppgaver og funksjon.

[…]

(5) Før det treffes vedtak om strykning, skal spørsmålet om strykning og hvilke tiltak som eventuelt kan iverksettes for å unngå strykning, drøftes med

Utstederen. Kan det forhold som begrunner strykning rettes, kan børsen gi Utstederen en frist til å rette forholdet eller pålegge Utstederen å utarbeide en plan for at Utstederen igjen kan oppfylle vilkårene. Samtidig skal Utstederen gjøres kjent med at hvis forholdet ikke blir rettet eller det ikke legges fram en tilfredsstillende plan innen fristens utløp, vil de finansielle instrumentene bli vurdert strøket.»

Forskrift 29. juni 2007 nr. 876 til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften) § 13-2 lyder slik:

«§ 13-2 *Minimumskrav for børsnotering av aksjer*

(1) Aksjer utstedt av allmennaksjeselskap eller tilsvarende utenlandsk foretak kan tas opp til børsnotering dersom aksjene antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning. Ved avgjørelsen skal det også legges vekt på foretakets økonomi og andre forhold av betydning for om aksjene er egnet til børsnotering. Videre må alle vilkårene i bestemmelsen her være oppfylt.

(2) Kursverdien av aksjene som søkes opptatt til børsnotering, må antas å være minst 8 millioner kroner. Dersom kursverdien ikke kan anslås, skal foretakets balanseførte egenkapital ved siste avlagte årsregnskap være av minst samme størrelse. Dersom foretaket har avlagt delårsrapport etter siste avlagte årsregnskap og markedsoperatøren for børsen finner rapporten tilfredsstillende, kan bokført egenkapital i delårsrapporten legges til grunn.

(3) Foretaket skal ha bestått i minst tre år og skal ha drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år. Det skal være offentliggjort årsregnskap og årsberetning i henhold til regnskapslovgivningen for de tre siste år før søknad om børsnotering. Markedsoperatøren for børsen kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra kravene i første og annet punktum dersom den finner at dette er i allmennhetens og investorenes interesse, og at investorene har tilgang til tilstrekkelige opplysninger til å foreta en godt fundert vurdering av foretaket og de aksjer som søkes børsnotert.

(4) Minst 25 prosent av aksjene som søkes opptatt til notering, må være spredt blant allmennheten.

(5) Markedsoperatøren for børsen kan fravike 25 prosent-grensen på opptakstidspunktet dersom slik spredning i løpet av kort tid må påregnes oppnådd ved handel over børsen, eller når tilstrekkelig spredning av aksjene likevel må anses sikret på grunn av et stort antall aksjer av samme aksjeklasse og omfattende spredning av disse blant allmennheten.»

Forordning (EU) 2017/565 om utfylling av verdipapirmarkedsdirektivet med hensyn til organisatoriske krav og virksomhetskrav for verdipapirforetak og definisjoner av begreper for nevnte direktivs formål (heretter «MiFID II-forordningen») artikkel 80 nr. 1 bokstav c og nr. 2, gjennomført i norsk rett i forskrift 29. juni 2007 nr. 876 til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften) § 2-2, lyder slik:

«1. Ved anvendelse av artikkel 32 nr. 1 og 2 og artikkel 52 nr. 1 og 2 i direktiv 2014/65/EU skal en suspensjon eller strykning av et finansielt instrument fra handel anses å kunne være til betydelig skade for investorenes interesser eller markedets ordnede virkemåte under minst følgende omstendigheter:

[…]

c). Dersom utstederens økonomiske levedyktighet ville stå i fare, for eksempel når den deltar i en foretakstransaksjon eller framskaffelse av kapital.

2. For å avgjøre om en suspensjon eller strykning vil kunne være til betydelig skade for investorenes interesser eller markedets ordnede virkemåte i det enkelte tilfellet, skal vedkommende nasjonale myndighet, en markedsoperatør som driver et regulert marked, eller et verdipapirforetak eller en markedsoperatør som driver en MHF eller en OHF, ta hensyn til alle relevante faktorer, herunder:

A). Markedets relevans med hensyn til likviditet, når tiltakenes følger sannsynligvis blir større på markeder som er viktigere for likviditeten, enn på andre markeder.

b). Det planlagte tiltakets art, når tiltak med en vedvarende eller varig virkning på investorenes mulighet til å handle med et finansielt instrument på handelsplasser, for eksempel strykning, sannsynligvis får en større innvirkning på investorer enn andre tiltak.

c). Følgevirkningene av en suspensjon eller strykning av tilstrekkelig tilknyttede derivater, indekser eller referanseverdier som har det strøkne eller suspenderte instrumentet som underliggende eller bestanddel.

d). Hvordan en suspensjon påvirker interessen til de sluttbrukerne på markedet som ikke er finansielle motparter, for eksempel foretak som handler med finansielle instrumenter for å sikre kommersielle risikoer.[…]»

4. Børsens vedtak

4.1 Rettslig utgangspunkt for vurdering

Oslo Børs tar i vedtaket 27. oktober 2023 utgangspunkt i formålet med verdipapirhandelloven, jf. § 1-1, som er å «legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter og å sikre investorbeskyttelse». Børsen viser til at det er en avgjørende forutsetning for at noen vil delta i et verdipapirmarked, at aktørene har tillit til markedet, og at en grunnleggende forutsetning for denne tilliten er at aktørene vurderer alminnelig markedsatferd som betryggende. Minimumskravene for opptak til handel på regulert marked skal bidra til betryggende og effektiv handel, der aktørene har tillit til markedet.

Børsen redegjør deretter for enkelte krav til selskaper som søkes opptatt til handel samt regler om oppfølging av noterte selskaper som deltar i fusjon, fisjon eller på andre måter endrer karakter, avvikler vesentlige deler av virksomheten eller inngår avtale om transaksjon som innebærer en endring på mer enn 50 prosent målt mot kriterier angitt i Regelbok II punkt 4.7.3(1). Det bemerkes på side 4 i vedtaket at vurderingen av om utsteder oppfyller opptakskravene og om noteringen skal videreføres, er skjønnsmessig, der det må avveies mellom betydningen av at opptaksvilkår ikke er oppfylt, i hvilken grad utsteder endrer karakter og formålet i verdipapirhandelloven.

4.2 Vurdering av fortsatt notering

4.2.1 Allmenn interesse og regelmessig omsetning. Andre forhold av betydning for egnetheten av noteringen

Børsen vurderer på side 5 i vedtaket at Univid på det aktuelle tidspunktet hadde begrenset virksomhet og ikke oppfylte kravet til allmenn interesse. Selskapets opplysninger om planlagt virksomhet ble karakterisert som «svært begrenset», og børsen mente derfor at det heller ikke kunne konstateres at selskapet ville tilfredsstille kravet til allmenn interesse og at det «kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning», jf. verdipapirforskriften § 13-2(1) og Regelbok II punkt 3.1.1. Omsetningen i aksjen er også kommentert på side 5 i vedtaket, og børsen bemerker at overvekten av handler er gjennomført før offentliggjøringen av transaksjonen i april 2023, og at det siden da har vært begrenset likviditet i selskapets aksjer.

Til Univids anførsler om at det må være legitimt å gjennomføre strategiendringer, bemerker børsen at selv om det er anledning til og legitimt å gjennomføre endringer, så er det nødvendig å gjennomføre kontroll i forbindelse med slike endringer. Børsen er imidlertid ikke enig i at tidligere gjennomførte strategiendringer nødvendigvis taler for at selskapet er egnet for fortsatt notering. Børsen viser til at utgangspunktet er at virksomhet som skal tas opp til handel, skal vurderes gjennom ordinær opptaksprosess, og ikke at virksomhet skal gjøres tilgjengelig for handel ved oppkjøp. Oslo Børs mener slike gjentatte endringer i strategi og virksomhet heller strider med formålet med verdipapirhandelloven. Børsen viser til at investorene skal være kjent med hva de investerer i og ha mulighet til å fatte en veloverveid investeringsbeslutning på bakgrunn av utfyllende dokumentasjon, fremfor at selskapet de er investert i stadig endrer strategi og virksomhet.

Også børsens tidligere oppfølging av Univids forpliktelser som notert foretak blir fremhevet i vurderingen. Børsen viser til at verdipapirforskriften § 13-2(1) bestemmer at det skal legges vekt på også «andre forhold av betydning for om aksjene er egnet til børsnotering». Her vises det til brev 9. mai 2019 om overtredelsesgebyr for brudd på reglene om offentliggjøring av innsideinformasjon og brev 24. august 2023 om kommentarer til selskapets børsmeldinger, vurderinger av hva som utgjør innsideinformasjon og selskapets interne kontrollrutiner med hensyn til finansiell rapportering og informasjonshåndtering. Oslo Børs mener også sistnevnte brev er relevant i vurderingen, selv om de påpekte forholdene ikke forfølges videre av Markedsovervåkningen på Oslo Børs. Børsen fremhever ulike former for kommunikasjon med revisor, herunder revisors forbehold i årsrapporten for 2022, som forhold som taler mot at Univid er egnet for videre notering. I den forbindelse bemerker børsen at det av veiledning til Regelbok II punkt 3.1.1 er angitt at forbehold i siste års revisjonsberetning normalt vil medføre at en utsteder ikke tas opp til handel, se side 8 i vedtaket.

4.2.2 Ledelse og styre

Oslo Børs stiller spørsmål ved om styret og ledelsen har tilstrekkelig kompetanse vedrørende informasjonsplikt og om selskapet derfor er egnet. Det vises til Markedsovervåkningens kommentarer til informasjonshåndtering, håndtering av innsideinformasjon og rutiner for finansiell rapportering, jf. brev 24. august 2023. Børsen er, også etter at medlemmer i styret og ledelsen har gjennomført kurs i børsens løpende forpliktelser, i tvil om selskapet har tilstrekkelig kompetanse og rutiner, se side 9 i vedtaket. Det vises til at selskapet også tidligere har vært i en lignende situasjon, jf. brevet 9. mai 2019. Børsen anser det ikke for å være sannsynliggjort at styre og ledelse kan tilfredsstille kompetanse- og rutinekrav slik disse følger av Regelbok II punkt 3.1.3.4 (2) og 3.1.3.5 (1).

4.2.3 Krav til tre års historikk og aktivitet

Oslo Børs mener Univid ikke oppfyller kravet til tre års virksomhet på det nåværende tidspunktet, ettersom det ikke er noe videre kontinuitet i den virksomhet selskapet tidligere har hatt. Børsen viser til at Univid har mer enn tre års historikk, men at selskapet ikke har hatt virksomhet de siste månedene, og tar sikte på å etablere ny virksomhet gjennom «business combinations with companies focusing on innovative, sustainable and scalable business models».

4.2.4 Markedsverdi og minste kursverdi

Siden selskapets markedsverdi per 25. oktober 2023 var ca. NOK 45 millioner, mens prisen per aksje var NOK 0,44, legger børsen til grunn at selskapet ikke oppfyller kravet til markedsverdi. Til Univids anførsel om at virksomhetssammenslåing vil være et egnet tiltak for å øke både markeds- og kursverdi, bemerker børsen at det vil være en vesentlig og stor transaksjon for selskapet, og at utgangspunktet er at aksjonærene skal velge å investere i notert foretak, fremfor å bli inkludert i nytt selskap ved virksomhetssammenslåing. Oslo Børs legger til grunn at Univid ved en virksomhetssammenslåing vil endre karakter vesentlig og innebære at aksjonærer vil inkluderes i nytt selskap uten at veloverveid investeringsbeslutning er fattet. Det bemerkes også at siden redegjørelsen 5. oktober 2023 opplyser at selskapet planlegger å gjennomføre sammenslåingen ved utstedelse av nye aksjer, vil eksisterende aksjonærer antas å bli vesentlig utvannet.

4.2.5 Egenkapital og likviditet

Børsen kan ikke konstatere at krav til egenkapitalsituasjon eller tilstrekkelig likviditet er oppfylt. Børsen viser til at ettersom videre virksomhet ikke er fastlagt, kan det ikke gjøres en vurdering av hva som er vanlig for virksomheter innen samme bransje eller øvrige forhold i en vurdering av om egenkapitalsituasjonen er forsvarlig og tilfredsstillende, slik Regelbok II punkt 3.1.2.2 angir. Det samme gjelder vurderingen av likviditeten, under henvisning til at Regelbok II punkt 3.1.2.3 krever at utsteder sannsynliggjør at den vil ha tilstrekkelig likvide midler til å drive i minst 12 måneder fra planlagt dato for opptak til handel innenfor planlagt virksomhetsomfang.

4.2.6 Spredning og antall aksjonærer

Børsen mener selskapet per 4. oktober 2023 ikke oppfylte kravet til antall aksjonærer, slik kravet fremgår av Regelbok II punkt 3.1.4.2. Det vises til at selskapet har 242 aksjonærer som ikke er tilknyttet selskapet med en samlet aksjeverdi over NOK 10 000, og 4 210 aksjonærer totalt.

4.2.7 Oppsummering

På bakgrunn av at Univid ikke oppfylte flere av de vesentlige opptaksvilkårene, herunder krav til markedsverdi, virksomhet, antall aksjonærer, samt de øvrige forhold av betydning under «allmenn interesse», var Oslo Børs i vedtaket av den oppfatning at Univid ikke var egnet for videre notering.

4.3 Vurdering av strykning

På bakgrunn av at Univid ikke lenger anses å oppfylle opptaksvilkårene, opplyser Oslo Børs i vedtaket at det vil initieres strykningsprosedyre. Siden børsen har konkludert med at selskapet ikke oppfyller opptakskravene, er spørsmålet om strykning av Univids aksjer kan «ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon», jf. verdipapirhandelloven § 12-3(1). Forståelsen av dette vilkåret er utdypet i MiFID II-forordningen artikkel 80, gjennomført i verdipapirforskriften § 2-2. Her angis tre tilfeller som «anses å kunne være til betydelig skade for investorenes interesser eller markedets ordnede virkemåte», se artikkel 80 nr. 1 bokstav a, b og c. Etter børsens oppfatning er bokstav a og b klart ikke relevante, men børsen går nærmere inn på vurderingen etter bokstav c som følge av anførsler fra selskapet.

Oslo Børs forstår bokstav c slik at tiltak vil anses å utgjøre en vesentlig ulempe hvor selskap er i faktisk prosess, eksempelvis kapitalforhøyelse, og dermed at slik transaksjon ikke kan gjennomføres på bakgrunn av tiltak som for eksempel strykning. Børsen opplyser at den ikke har mottatt informasjon som tilsier at dette er tilfellet for Univid. Børsen uttaler videre at selv om en eventuell fremtidig transaksjon forhindres, vil dette normalt være tilfellet ved strykning og kan ikke tillegges vesentlig betydning. Børsen mener hensynet til aksjonærene er sentralt, og at det er klart relevant at selskapet eventuelt må avvikles som følge av strykning. Børsen mener likevel det ikke alene kan rettferdiggjøre videre notering, når selskapet ikke fyller opptaksvilkårene og heller ikke anses å være egnet for videre notering. Børsen nevner også at selv om det i utgangspunktet er et stort antall aksjonærer, eier overvekten av disse aksjer for mindre enn NOK 10 000. Markedsverdien og likviditeten i aksjen er også begrenset. Børsen mener hensynet til markedets integritet må tillegges avgjørende betydning. Børsen er også av den oppfatning at den emisjonen som selskapet opplyser å ønske å gjennomføre, vil utvanne eksisterende aksjonærer og at det ikke er gitt at en reparasjonsemisjon vil reparere ulempen for eksisterende aksjonærer. Børsen nevner at det ikke er gitt at en virksomhetssammenslåing vil være i aksjonærfelleskapet som helhets interesse, og at en avvikling med realisering og utdeling av verdier kan være et alternativ.

Videre påpeker børsen at det følger av MiFID-forordningen artikkel 80 nr. 2 at alle relevante forhold skal vurderes ved spørsmål om strykning er ventet å utgjøre en vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgave. Børsens gjennomgang av forholdene angitt i nr. 2 bokstav a til d endrer ikke børsens vurdering.

Avslutningsvis viser børsen til at Regelbok II punkt 2.11.2(5) bestemmer at spørsmålet om strykning skal drøftes med utstederen. Børsen viser til at den har mottatt flere redegjørelser knyttet til selskapets videre notering samt bedt om å få oversendt informasjon om relevante hensyn som skal tas i betraktning i vurderingen. Oslo Børs har ikke funnet tiltaket, som fra selskapet synes å være virksomhetssammenslåing og eventuelt emisjoner, å være tilstrekkelig.

Etter en avveining av hensynet til aksjonærene og hensynet til et velfungerende marked og markedets integritet, ble datoen for strykning satt seks uker frem i tid.

5. Klagers anførsler

5.1 Innledning

Klager mener vedtaket lider av både materielle feil og saksbehandlingsfeil og derfor bør omgjøres eller oppheves.

5.2 Materielle feil

5.2.1 Innledning

Innledningsvis bemerker klager at verdipapirhandelloven § 12-3(1) om strykning av aksjer fra handel på regulert marked etter sin ordlyd kan leses slik at børsen kan stryke finansielle instrumenter fra notering ved ethvert brudd på opptaksvilkårene. Klager bemerker at bestemmelsen må tolkes innskrenkende i lys av bestemmelsens annet punktum, annet regelverk gitt i medhold av verdipapirhandelloven (herunder MiFID II-forordningen), børsens egen praksis og alminnelige forvaltningsrettslige prinsipper. Det vises også til børsens egen veiledning til den delen av børsens regelverk som tilsvarer reglene i verdipapirhandelloven.

5.2.2 Brudd på opptaksvilkår og annet relevant regelverk

Klager mener regelverket, sett i lys av hensynene bak verdipapirhandelloven, skal forstås slik at adgangen til strykning mot utsteders vilje normalt vil gjelde situasjoner hvor utsteders markedsadferd utgjør et grovt eller vedvarende brudd på relevante regler for noterte selskaper. Univid mener det ikke foreligger slike grove eller vedvarende brudd. De bruddene som har skjedd, jf. overtredelsesgebyret fra 2019 og kritikkbrevet fra august 2023, gjelder enkeltstående og ikke grove brudd. Det nevnes i den forbindelse at offentlig kritikk er den mildeste reaksjonsformen Oslo Børs har tilgjengelig, mens strykning på sin side er den strengeste reaksjonen. Univid er for øvrig uenig i deler av kritikken.

Klager viser også til at det er gjort flere endringer i selskapets styre og ledelse, sammenlignet med situasjonen som lå til grunn for kritikken i august 2023. Det er derfor lite treffende å bebreide dagens styre. Klager er videre uenig i at det bør kunne legges vekt på overtredelsesgebyret ilagt i 2019, siden det knytter seg til forhold klager opplyser forelå i 2018 – bl.a. er selskapets styre og ledelse i sin helhet skiftet ut siden den gang. Utmålingen av overtredelsesgebyret, tilsvarende tre ganger årlig kursnoteringsavgift, var heller ikke unikt og mindre alvorlig enn saker der markedsatferd har ført til strykning.

Klager anfører at der det ikke foreligger grove eller vedvarende brudd på regelverket, må terskelen for strykning settes klart høyere enn i saker der det foreligger slike brudd. Univid er enig i at selskapet i en kort, tidsbegrenset periode ikke tilfredsstilte alle opptaksvilkår for notering på Oslo Børs som følge av at selskapet har hatt behov for å gjennomføre en struktur- og strategiendring. Univid viser til at en inngått transaksjonsavtale med SEEYOU vil medføre at selskapet vil oppfylle hoveddelen av gjeldende opptaksvilkår. Univid anfører at det er helt alminnelig at noterte selskaper gjennomgår ulike endringer som medfører behov for struktur-, virksomhets- og strategiendringer, og at dersom utstedere ikke får anledning til å foreta slike endringer, vil det medføre et betydelig hinder for å oppnå verdipapirmarkedets funksjon.

Klager bemerker at det faktiske grunnlaget som er lagt til grunn for strykningsvedtaket, ikke lenger er korrekt som følge av den planlagte transaksjonen med SEEYOU, noe klager anfører skal hensyntas i behandlingen av klagen, jf. forvaltningsloven § 34 annet ledd.

Klager mener transaksjonen med SEEYOU tilsier at det vil foreligge allmenn interesse og regelmessig omsetning i aksjer som planlegges utstedt av SEEYOU/Univid. Klager viser til at SEEYOU driver virksomhet innen utvikling av generative kunstig intelligens-modeller, som for tiden er ettertraktet blant investorer, at SEEYOU ble valgt ut som én av 14 deltakere i Euronext Irlands «pre-IPO-program» for 2023 og at eksisterende investorer i SEEYOU er profilerte investorer.

Det beskrives videre hvordan selskapets ledelse vil være sammensatt etter transaksjonen, og at disse vil gjennomgå kurs i regler for noterte selskaper. Også ny styreleder vil komme inn. Klager bemerker at transaksjonsavtalen bestemmer at styret skal tilfredsstille alle krav til sammensetning som følger av allmennaksjeloven og gjeldende børsregelverk. Klager anfører at det ikke er grunn til å tvile på at de nevnte personene vil ha nødvendig kompetanse og egnethet.

Univid har mer enn tre års historikk, mens SEEYOU anføres å ha hatt underliggende aktivitet med historikk til september 2020, selv om selskapet SEEYOU Ltd. ble etablert i 2022.

Klager viser til at egenkapitalverdien av aksjene i SEEYOU er på mellom NOK 542 og 554 millioner, basert på tidligere innhenting av kapital i 2022 og 2023. Klager anfører at dette klart tilsier at kravet til markedsverdi på NOK 300 millioner vil oppfylles. Det opplyses også at det planlegges en spleis av selskapets aksjer for å sikre en tilstrekkelig høy verdi per aksje.

Når det gjelder kravet til egenkapital og likviditet, opplyser klager at selskapet ønsker å gjennomføre en emisjon eller et konvertibelt obligasjonslån i en størrelsesorden som gjør at selskapet vil oppfylle kravet om minst 12 måneders likviditet etter gjennomføring av transaksjonen. Kapitalbehovet antas ikke å overstige NOK 30-50 millioner, og Univid og SEEYOU er trygge på at emisjonen vil bli gjennomført. Det poengteres at NOK 30 millioner utgjør mindre enn 10 % av selskapsverdien både ved kapitalinnhentingene i 2022 og 2023 og den gjeldende transaksjonen.

Til kravet om spredning og antall aksjonærer, vises det til at aksjonærbasen vil øke med 143 ved gjennomføring av transaksjonen, forutsatt at samtlige aksjonærer i SEEYOU slutter seg til den (på tidspunktet for klagen hadde 93,1 % tiltrådt). Alle disse antas å eie aksjer for mer enn NOK 10 000 etter gjennomføring av transaksjonen. Det er imidlertid usikkert om transaksjonen vil innebære at mer enn 500 aksjonærer vil eie aksjer verdt minst NOK 10 000. Spredningen vil forbedres ytterligere gjennom den planlagte emisjonen.

5.2.3 Vedtaket er uforholdsmessig

Klager anfører at terskelen for å anse et selskap uegnet for notering bør øke, når det ikke foreligger grove eller vedvarende brudd på regelverket. Dette anføres videre å påvirke forholdsmessighetsvurderingen som ligger til grunn for et strykningsvedtak. Klager fremhever at selskapet sto midt i en normal struktur- og strategiprosess og ikke er gitt tilstrekkelig tid til å gjennomføre denne. Det vises også til at transaksjonen vil innebære en tilnærmet ny opptaksprosess, der børsen

gjennomfører due diligence, Finanstilsynet må godkjenne opptaksprospekt for vederlagsaksjer som utstedes og transaksjonen må godkjennes av aksjonærene i Univid med 2/3 flertall. Klager anfører at både børsen, aksjonærene og markedet dermed vil få all relevant informasjon. Tilliten i verdipapirmarkedet anføres derfor ikke å bli skadelidende ved at utstedere gjennomfører strukturendringer. Klager anfører at dersom slike strukturendringer med salg av vesentlig virksomhet i stedet medfører strykning, vil det gi innlåsningseffekter som forhindrer fornuftige restruktureringer og transaksjoner. Dette er negativt for selskapenes aksjonærer og dermed verdipapirmarkedet som helhet.

Klager redegjør for prosessen med å kunne gjennomføre eventuelle strategiendringer, virksomhetssammenslåinger og liknende, som selskapet anføres å ha fått for liten tid til. Det vises til en prosess med å slå Univid sammen med Blockchain Moon Acquisition Corp. (BMAC), en avtale inngått i oktober 2022 som senere bortfalt. I stedet solgte Univid datterselskaper og andeler i andre selskaper i april 2023. Gjennomføring av salget og fortsatt notering anføres å ha vært en forutsetning fra investorer som deltok i en rettet emisjon på ca. NOK 25 millioner i april 2023. Det anføres videre at prosessene medførte at selskapet hadde et vesentlig aktivitetsnivå helt frem til gjennomføring av salget av datterselskapene mv. Det er først etter at salget ble gjennomført 8. april 2023 at Univid har hatt foranledning til å arbeide med en ny virksomhetssammenslåing. Det fremheves at Oslo Børs i et brev 14. september 2023 viser til prosessen med BMAC og legger til grunn at selskapet ikke har hatt virksomhet av betydning det siste året som følge av prosesser med salg av virksomhet, mens klager anfører at det kun er siden april 2023, dvs. under 7 måneder før strykningsvedtaket, det har vært slik begrenset virksomhet.

Klager anfører at det bør legges vekt på det generelle aktivitetsnivået i markedet og om selskapet har konkrete planer for hvordan det skal oppfylle sentrale opptaksvilkår. Snaue 7 måneder anføres i alle fall å være for kort i lys av at perioden har vært preget av lavere noterings- og transaksjonsaktivitet. Klager viser til tiden som uansett vil måtte gå med til en fusjon, på oppimot 6 måneder bare til «teknisk gjennomføring». Klager nevner også at såkalte SPAC-er (Special Purpose Acquisition Company) på mange andre markedsplasser er populære investeringsobjekter som typisk vil få 2 år til å identifisere en partner for virksomhetssammenslåing. Klager mener den manglende vurderingen av hvilken tid et selskap rimeligvis bør innrømmes for å gjennomføre strukturendringer, er et såpass sentralt premiss i saken at det i seg selv tilsier at vedtaket om strykning anses ugyldig.

Klager anfører videre at strykningsadgangen er begrenset som følge av at den vil medføre «vesentlig ulempe» for aksjonærene. Her vises det til at selskapets aksjonærmasse og børsnotering er viktige «eiendeler» for selskapet, som også har vært instrumentelle i forhandlingene om transaksjonen med SEEYOU. Transaksjonen forutsetter at strykningsvedtaket omgjøres eller oppheves samt at børsen godkjenner videre notering av det sammenslåtte selskapet. Fortsatt notering anføres videre å ha vært en viktig forutsetning for investorene som deltok i den rettede emisjonen i april 2023. På denne bakgrunnen anføres det at strykning vil medføre en klar forringelse av aksjonærenes verdier og dermed være en «vesentlig ulempe» for Univids aksjonærer.

Klager mener Oslo Børs' vektlegging av «markedets integritet» blir feil, særlig i lys av klagers anførsler om at tidligere sanksjoner mot selskapet ikke kan tillegges vesentlig vekt ved strykningsvurderingen. Klager mener hensynet til markedets integritet tilsier videre notering, – strykningspraksis bør ikke unødig vanskeliggjøre hensiktsmessige virksomhetsendringer og omorganiseringer i

næringslivet, som anføres å gå på tvers av hensynet til å fremme finansiering gjennom verdipapirmarkedet.

Til Oslo Børs' vurderinger av at det er usikkert om virksomhetssammenslåingen i kombinasjon med emisjon vil være positivt for aksjonærfellesskapet, mener klager det klart må være bedre for aksjonærene å eie aksjer i et notert selskap med endret virksomhet enn i et unotert selskap med et lavt aktivitetsnivå eller som er gjenstand for avvikling. Klager viser til at risikoen for utvanning er en helt allmenn risiko ved å investere i noterte foretak. Det henvises også til kursutviklingen som fulgte nyhetene om henholdsvis strykning og transaksjon med SEEYOU, som klager anfører viser at Univids aksjonærer og markedet verdsetter muligheten til å eie aksjer i et notert Univid med endret virksomhet.

Klager henviser avslutningsvis til MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 bokstav c. Under henvisning til transaksjonens forutsetning om fortsatt notering, vil strykning medføre svært høy risiko for at selskapet i stedet må avvikles. Klager anfører at dette klart viser at Univids «financial viability» vil trues av en strykning. Klager nevner også at strykningsvedtaket hadde som direkte og umiddelbar konsekvens at pågående forhandlinger om en virksomhetssammenslåing med et selskap notert i et annet nordisk land stoppet. Dette anføres også å vise at Univids «financial stability» ble og blir truet av en strykning.

5.2.4 Usaklig forskjellsbehandling

Klager anfører at en tid på under 7 måneder til å gjennomføre en strategiendring før vedtak om strykning fremstår inkonsistent med børsens tidligere praksis. Her vises det til Oceanteam ASA, som etter et salg av virksomhet i januar 2023 anføres ikke å ha vesentlig virksomhet igjen, med lavere markedsverdi enn Univid, mer konsentrert aksjonærstruktur og tidligere ileggelse av overtredelsesgebyr (2018). Det vises også til at Saga Tankers i november 2011 offentliggjorde salg av alle sine skip, der siste salg ble fullført i juli 2012, med begrenset virksomhet av betydning etter dette. Det vedvarte i to år, frem til juli 2014.

Klager nevner også at børsen i øvrige strykningssaker har gitt mer tid til selskapene etter regelbrudd før strykningssak er iverksatt. Her nevnes EMAS Offshore Limited som eksempel. Selskapet ble orientert om mulig strykning i mai 2017, mens vedtak ble fattet i februar 2018, dvs. en periode på ca. 9 måneder. Til sammenligning anføres det å ha gått ca. 5,5 måneder fra Oslo Børs henvendte seg til Univid om mulig strykning (5. mai 2023) til vedtaket ble fattet. Et annet eksempel som nevnes, er Saga Tankers, der selskapet over en periode på «langt mer enn 13 måneder» hadde hatt mindre fri flyt enn 25 % av aksjene. Klager viser til at børsen likevel fant det hensiktsmessig å gi selskapet noe tid til å områ seg.

5.3 Saksbehandlingsfeil

5.3.1 Drøfting, forhåndsvarsel og kontradiksjon. Opplysning av saken

Klager anfører at manglende drøfting med utsteder av potensiell strykning utgjør en saksbehandlingsfeil. Klager viser til Regelbok I punkt 6905/2 (i) og Regelbok II punkt 2.11.1. Det anerkjennes at Regelbok I punkt 6905 formelt sett ikke gjelder, men klager anfører at prinsippet om forhåndsvarsel og kontradiksjon uansett kommer til anvendelse som utslag av et alminnelig forvaltningsrettslig prinsipp, jf. forvaltningsloven § 16.

Klager viser til at selskapet mottok en henvendelse fra Oslo Børs 14. september 2023, der det ble opplyst at børsen vil «gjøre en nærmere vurdering av om Selskapet er egnet for fortsatt notering på Oslo Børs eller om Selskapet skal strykes fra notering». Klager viser til at det ikke fremgår at børsen hadde til «hensikt» å stryke aksjene, noe klager mener er påkrevd etter reglene. Univid mener det burde vært gitt et forhåndsvarsel eller foreløpig vedtak for kontradiksjon, noe for eksempel EMAS Offshore Limited fikk.

Klager anfører videre at plikten til drøftelse i Regelbok II punkt 2.11.2(5) ikke er fulgt. Klager viser til et møte 18. september 2023, der børsen ga uttrykk for at de gjennom brevet 14. september 2023 primært ønsket informasjon om selskapets videre planer og en fornyet vurdering fra selskapet av om kravene til fortsatt notering var oppfylt. Børsen skal ha bekreftet at den ikke igangsatte drøfting etter de nevnte reglene. Etterfølgende kommunikasjon fra selskapet ga uttrykk for denne forståelsen, uten at det ble imøtegått av børsen. Klager anfører at kravet til kontradiksjon forut for strykningsvedtaket klart er forsømt, og at det er en vesentlig saksbehandlingsfeil. Den manglende kontradiksjonen anføres videre å ha medført at saken ikke er tilstrekkelig opplyst, noe klager mener utgjør et klart brudd på utredningsplikten i forvaltningsloven § 17.

5.3.2 Saksbehandlingsfeilenes betydning for vedtakets gyldighet

Klager anfører at de påståtte saksbehandlingsfeilene klart må anses å ha virket bestemmende på vedtakets innhold, jf. motsetningsvis forvaltningsloven § 41. Klager viser til uttalelser i juridisk litteratur samt rettspraksis om forståelsen av bestemmelsen. Klager anfører at saksbehandlingsfeilene er av en slik art og omfang at «det er grunn til å regne med» at feilene kan ha hatt betydning for vedtakets innhold. Klager anfører at den manglende opplysningen av og kontradiksjonen i saken har ført til at børsen ikke har lagt til grunn et riktig faktum og en rekke vesentlige momenter. Nærmere bestemt anfører klager at børsen skulle foretatt undersøkelser av selskapets fremdrift med hensyn til en virksomhetssammenslåing. Strykningsvedtaket skal derfor etter klagers oppfatning oppheves som ugyldig.

6. Uttalelse fra en aksjonærgruppe

I en e-post 15. november 2023 uttalte sju av aksjonærene i Univid seg om saken. De mener Oslo Børs har lagt for lite vekt på den ulempe strykning vil medføre for aksjonærene. Det vises til at publisering av informasjon om vedtaket medførte at eiernes verdier ble redusert med 35 % i løpet av første ordinære børsdag etter publisering. De mener videre vektleggingen av at det er 242 aksjonærer som eier aksjer for mer enn NOK 10 000, når det er over 4 000 aksjonærer totalt, er et brudd på reglene om likebehandling og utgjør forskjellsbehandling av aksjonærer basert på investert kapital.

Aksjonærene viser også til at det er gitt begrenset informasjon til aksjonærene i forkant av vedtaket. Det vises til at det er en generell forventning at selskap som står i fare for tvunget avnotering på grunn av det markedsorganet mener er manglende oppfyllelse av krav i regelverket, blir plassert i Recovery Box eller Penalty Bench. På denne måten sikres at eksisterende og potensielle nye investorer har bakgrunnsinformasjon til å kunne vurdere investeringene sine. Ved slikt vedtak elimineres også selskapets eksisterende aksjonærers mulighet å kalle inn selskapets øverste organ, generalforsamlingen, og foreslå, vedta og igangsette endringer som potensielt kan påvirke situasjonen.

Aksjonærene viser til sist til at tidligere endringer i strategi og virksomhet godkjennes av generalforsamlingen, samt at markedet selskapet opererer i har gjort det nødvendig med raske omstillinger.

7. Børsens brev 24. november 2023 til Univid

Oslo Børs sendte 24. november 2023 et brev til klager, der det ble referert til ny informasjon og gitt merknader til selskapets anførsler i klagen. Disse er del av brevet punkt 5 og punkt 7. Øvrige deler av brevet gjentar for øvrig i all hovedsak informasjon og argumentasjon som er del av vedtaket, med mer utdyping av informasjonen, særlig om prosessen rundt avtalen om salg av alle de utenlandske datterselskapene til virksomheten i april 2023.

Børsen har også utdypet hvilke hensyn reglene om opptak til notering bygger på, og hvordan det kan stille seg overfor såkalte «bakdørsnoteringer».

Som nevnt fremgår Oslo Børs' vurderinger av klagers anførsler i brevet punkt 5. Til klagers anførsler om oppfyllelse av opptaksvilkårene og planene for å kunne oppfylle disse ved gjennomføring av en virksomhetssammenslåing med SEEYOU, vurderer børsen det slik at transaksjonen innebærer at Univid fullstendig endrer karakter. Oslo Børs kaller det i sum en «bakdørsnotering» eller «Reverse Takeover», bl.a. under henvisning til SEEYOUs egen omtale av transaksjonen i en pressemelding 6. november 2023. Oslo Børs mener formålet med reglene om fortsatt notering nettopp er å sikre at det ikke gjennomføres transaksjoner som i realiteten er en omgåelse av noteringsprosessen.

Oslo Børs kan videre ikke se at SEEYOU oppfyller kravene til aksjonærmasse, og kan heller ikke se at det er dokumentert tre års virksomhet ved eventuelt opptak. Utover at Univid etter transaksjonen vil ha virksomhet og økt markedsverdi, kan ikke børsen se at Univid vil oppfylle opptaksvilkårene. Børsen kan ikke konstatere at selskapet vil ha tilstrekkelig egenkapital eller likviditet, da det vil avhenge av emisjon eller et konvertibelt obligasjonslån. Børsen bemerker at kravet til virksomhet og antall aksjonærer er vesentlige opptaksvilkår det generelt ikke gis dispensasjon fra i ordinære opptakssaker. Børsen understreker at det ikke tidligere er gitt dispensasjon fra kravet til antall aksjonærer. Når det gjelder dispensasjon fra kravet til tre års virksomhet, henviser børsen til veiledning til Regelbok II punkt 3.1.3.3. Her fremgår det at dispensasjon bare kan påregnes for utstedere som både driver virksomhet som er enkelt analyserbar og kan vise til en betydelig allmenn interesse i form av høy markedsverdi, mange aksjonærer, stor verdi på fri flyt og for øvrig utsikter til solid likviditet i aksjene. Børsen mener det ikke foreligger holdepunkter for at SEEYOU ville innvilges dispensasjon verken fra kravet til antall aksjonærer eller kravet til tre års virksomhet.

7.1 Merknader til de rettslige utgangspunktene

Børsen går deretter over til å vurdere Univids anførsler til de rettslige utgangspunktene for vurderingen av strykningen. Til klagers forståelse av verdipapirhandelloven § 12-3(1) og Regelbok II punkt 2.11.2, gjengitt over i punkt 5.2.1, bemerker børsen at den ikke er enig i forståelsen. Børsen finner ikke at det er holdepunkter for at bestemmelsene skal tolkes innskrenkende, ei heller at adgangen til å stryke et selskap mot utsteders vilje er begrenset til situasjoner hvor utsteders markedsadferd utgjør et grovt eller vedvarende brudd på relevante regler for noterte selskaper. Oslo Børs mener hensynet til markedets integritet, å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, samt

sikre investorbeskyttelse, tilsier at Oslo Børs har et bredt skjønn med hensyn til hvilke tilfeller som kan aktualisere strykning når det er nødvendig for å sikre tillit til markedet. Børsen viser til historiske versjoner av reglene samt praksis fra Børsklagenemnden.

Når det gjelder betydningen av at reglene gir uttrykk for at strykning ikke kan gjennomføres der dette vil utgjøre en «vesentlig ulempe», forstår børsen dette slik at det må gjøres en avveining av de brudd som foreligger og egnethet for videre notering opp mot de ulemper somt oppstår. Dessuten må dette leses i lys av formålet ved verdipapirhandelloven. Videre legger børsen til grunn at vurdering av strykning vil være en to-trinns-vurdering, hvor det først må vurderes om det foreligger relevante brudd som påvirker selskapets egnethet, og deretter vurderes om et eventuelt strykningsvedtak vil utgjøre en vesentlig ulempe. Særlig trekker børsen frem ulike uttalelser fra Børsklagenemnden i sak 1/2015 (Evry I), i tillegg til vurderinger i forarbeidene til regelverket.

Når det gjelder vurderingen av hva som ligger i «vesentlig» ulempe, viser børsen til at en naturlig forståelse er at konsekvensene og ulempene må være kvalifiserte. De ordinære konsekvensene ved strykning er ikke alene tilstrekkelige, f.eks. at løpende rapporteringsplikt svekkes og at handel ikke lenger skjer på et regulert marked. Her refereres det til at børsens praksis har vært streng i den forstand at hensynet til minoritetsaksjonærer og de ulemper en strykning vil medføre for disse, tradisjonelt er blitt tillagt relativt mye vekt. Hensynet til markedets integritet og tillit har også blitt tillagt vekt i vurderingen, der manglende oppfyllelse av noteringsvilkår anses som ett av flere relevante momenter. Børsen gir uttrykk for at vurdering av strykning samlet sett vil måtte vurderes mot de ulemper det vil ha for selskapets aksjonærer og mot markedets funksjon.

Til betydningen av MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 bokstav c, mener børsen regelen tilsier at der utsteder er involvert i en transaksjon som er en avgjørende forutsetning for utstederens økonomiske levedyktighet, innebærer dette at strykningen ikke kan gjennomføres da det vil utgjøre en vesentlig ulempe. Oslo Børs forstår det slik at det er to vesentlige momenter ved vurderingen – om utsteders økonomiske levedyktighet vil påvirkes av at det fattes vedtak om strykning på slikt tidspunkt, og i hvilken grad utsteder er involvert i slik transaksjon som bestemmelsen tar sikte på. Til det siste er Oslo Børs av den oppfatning at forhandlinger om en potensiell transaksjon eller planer om en kapitalforhøyelse ikke kan være tilstrekkelige. Børsen mener selskapet må være i en prosess som er iverksatt, herunder at relevant avtaleverk er signert, men at det foreligger betingelser som er utestående før transaksjonen er gjennomført eller at utsteder er i markedet for å hente penger etter å ha truffet relevante selskapsrettslige vedtak. Børsen viser til at ordlyden refererer til «significant damage» og legger til grunn at det ikke kan være meningen at strykning skal være utelukket ved enhver situasjon hvor utsteder planlegger transaksjon eller er i en innledende fase med hensyn til planlagt transaksjon.

Under henvisning til at også formålet med direktiv 2014/65/EU om verdipapirhandel (MiFID II), er å beskytte investorer og markedets funksjon, mener børsen at vilkåret om at en strykning vil utgjøre «significant damage» ikke kan tolkes for strengt. Det må vurderes i lys av markedets funksjon og hensynet til investorene generelt. Børsen mener dette særlig må gjelde der utsteder planlegger å gjennomføre en transaksjon som vil omgå premisset og grunnlaget for å bli tatt opp til handel på markedet, nærmere bestemt de vilkårene som nettopp skal hensynta markedets funksjon, integritet og investorbeskyttelse. Børsen mener slike tilfeller er på siden av hva MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 bokstav c er ment å omfatte.

Oslo Børs kommenterer særskilt betydningen av Børsklagenemndens sak 1/2018 (EMAS), der forståelsen av artikkel 80 nr. 1 bokstav c ble berørt. Basert på nemndens uttalelser i saken mener børsen at det ikke vil være en statisk vurdering av om strykning er hindret på bakgrunn av alternativet i bokstav c. Det må vurderes konkret i lys av de hensyn som gjør seg gjeldende, og det kan ikke alene være avgjørende om selskapet er involvert i transaksjon. En formålsrettet og dynamisk tilnærming er særlig aktuell hvor det foreligger omgåelse av regelverk som nettopp skal sikre markedets integritet og tillit til markedet.

7.2 Merknader til klagers konkrete anførsler om materielle feil og uttalelsen fra aksjonærgruppen

Børsen gjennomgår i brevet punkt 7 klagers konkrete anførsler om materielle feil. Til anførslene om at det *ikke er begått tilstrekkelig grove brudd på opptaksvilkår eller annet relevant regelverk*, bemerker Oslo Børs at den mener selskapet legger til grunn en feil forståelse av regelverket. Børsen mener fortsatt det foreligger vesentlige og relevante brudd på løpende forpliktelser og viser til at det er flere vesentlige opptaksvilkår som ikke er oppfylt. Børsen kommenterer særskilt at det er noe misvisende å presentere det slik at det er skjedd flere endringer i selskapets ledelse, sammenlignet med situasjonen som forelå før Oslo Børs' Markedsovervåkning kritikkbrevet 24. august 2023. Børsen viser til at ny styreleder er tidligere CEO, som fratrådte 27. februar 2023, i tillegg til at han har vært større eier i lengre tid. Videre nevner de at fungerende CEO har hatt rollen siden 1. mars 2023, i tillegg til at han hadde rollen som VP Strategy of DLTx (Univids tidligere selskapsnavn) før det. CFO-en har ifølge børsen offisielt hatt rollen siden august 2022 samt fungert som konsulent for selskapet siden april 2022.

Til anførselen om *uforholdsmessighet og adgangen til å gjøre strukturendringer* er børsen uenig i selskapets forståelse av regelverket. Børsen mener den har utøvd et bredt skjønn med hensyn til de grunner som kan tilsi strykning, og at det ikke er en forutsetning at det foreligger grove og vedvarende brudd på regelverk. Dette er ikke avgjørende for en forholdsmessighetsvurdering. Oslo Børs viser videre til at veiledningen til børsens regelverk gir uttrykk for at regelverket ikke skal praktiseres slik at strukturendringer på en urimelig måte blir vanskeliggjort. Samtidig er det der gitt uttrykk for at der en fusjon i realiteten innebærer en ny notering av virksomhet, som ellers ikke tilfredsstiller opptaksvilkårene, skal utsteder strykes og eventuelt henvises til notering på handelsplassen Euronext Expand. Børsen viser til at selskapet har gjennomført salg av virksomhet og har til hensikt å gjennomføre virksomhetssammenslåing med annen utsteder, samt at Univid i ettertid har inngått avtale om reverse takeover. I lys av dette mener børsen selskapet vil endre virksomhet og ikke anses egnet for videre notering, og på bakgrunn av dette vil ikke en strykning være uforholdsmessig.

Til anførslene om at *Univid ikke er gitt tilstrekkelig tid* til å gjennomføre en ønsket strukturendring, mener børsen det sentrale er hva som er planlagt virksomhet for selskapet etter salg av virksomhet. Der det planlegges en virksomhetssammenslåing samtidig som all vesentlig virksomhet er solgt ut, gir det klare indikasjoner på såkalt «reverse takeover». Børsen mener derfor fristen selskapet fikk til 1. september 2023 med å gi oppdatering og nærmere redegjørelse for fortsatt notering, var velbegrunnet. Børsen bemerker også at den først nesten to måneder senere traff vedtak om strykning, etter at selskapet var gitt anledning til å gi informasjon. Børsen bemerker videre at avtalen med SEEYOU ble initiert først etter strykningsvedtaket var fattet 27. oktober 2023. Til anførselen om forholdet knyttet til SPAC-er uttaler børsen at dette er irrelevant, siden slike selskaper er spesiallaget med en struktur som er hensiktsmessig

nettopp med formålet om å gjøre dem egnet for notering. Etter børsens vurdering kan ikke det sammenlignes med en notert utsteder som selger unna sin virksomhet og nå fremstår som et tomt skall. Oslo Børs bemerker dessuten at investorer i SPAC-tilfeller bestemt investerer i en SPAC, samt at Oslo Børs ikke har et regime for SPAC-er eller aksepterer opptak av SPAC-er.

Når det gjelder anførslene om at *strykning vil være en vesentlig ulempe for Univids aksjonærer*, bemerker børsen at det vil være relevant å se hen til størrelsen på aksjonærenes aksjepost når det vurderes om strykning vil utgjøre en vesentlig ulempe, selv om dette alene ikke er avgjørende. Børsen nevner at aksjonærene som eier aksjer for under NOK 10 000 i snitt eier aksjer verdt NOK 686, basert på informasjonen per 20. november 2023, og at disse utgjør ca. 94 % av aksjonærene. Aksjeeiere som eier aksjer verdt under NOK 10 000 skal ikke telle med i en vurdering av om selskapet har tilstrekkelig antall aksjonærer. Basert på dette mener børsen det er lagt tilstrekkelig vekt på hensynet til mindre aksjonærer. Børsen viser i denne forbindelse til Børsklagenemndsaken om Evry, der nemnden fant at aksjene kunne strykes, selv om sakene har begrenset med likheter. Børsen fremhever at saken illustrerer at strykning kan iverksettes selv om det er et visst antall aksjonærer i selskapet, at vurderingen må være bredere enn antallet aksjonærer alene, samt at verdien av beholdningen er relevant i vurderingen av om strykning kan gjennomføres.

Til aksjonærgruppens merknad om manglende informasjon i forkant av strykningen, mener Oslo Børs det har vært et sentralt poeng at alle aksjonærer skal få samme informasjon til samme tid. Børsen antar at mer innledende informasjon om strykning uansett ville hatt samme effekt på kursen. Strykning skulle uansett først skje etter seks uker, noe som gir aksjonærene tid til å vurdere konsekvensene av strykning og hvordan de forholder seg til dette.

Til aksjonærgruppens merknader om selskapets tidligere endringer i strategi og virksomhet, viser børsen til at det ikke er gitt at minoritetsaksjonærers interesser reflekteres i generalforsamlingsbeslutninger der flertallet styrer. Videre nevner børsen at salget av eksisterende virksomhet 8. april 2023 ikke ble behandlet av generalforsamlingen, tross størrelsen på transaksjonen og at avtalen var med daværende nærstående til selskapet.

Til Univids anførsler om betydningen av MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 bokstav c, mener Oslo Børs at Univid på tidspunktet for strykningsvedtaket ikke var «involved» i en slik transaksjon som forordningen er ment å gjelde. Børsen viser til at den har forstått det slik at det var innledende forhandlinger om virksomhetssammenslåing, men at børsen ikke ble varslet om dette, verken i redegjørelsen 5. oktober 2023 eller på et senere tidspunkt etter at det var kjent at børsen vurderte Univids egnethet for notering. Markedsovervåkningen er ikke blitt varslet om at det foreligger innsideinformasjon. Børsen mener det ikke kan være slik at enhver innledende forhandling omfattes av artikkel 80 nr. 1 bokstav c. Børsen mener videre at forordningens bestemmelse ikke kan være ment å utelukke strykning av selskaper når dette medfører at selskap som ikke oppfyller minimumskrav for opptak, gjøres tilgjengelig for handel. Det vil i så fall legge til rette for omgåelse av reglene om opptak av nye selskaper, noe børsen mener ikke vil være i tråd med formålet med verdipapirhandelloven. Børsen nevner også at avtalen om virksomhetssammenslåing med SEEYOU ble inngått etter at strykningsvedtaket var blitt fattet, og at det ikke kan være meningen at utstedere skal kunne trenere strykningsbeslutninger på denne måten. Til klagers anførsel om at opprettholdelse av noteringen av foretaket var en vesentlig forutsetning for investorer som deltok i en emisjon i april 2023, bemerker børsen at investorene må bære risikoen for en slik investering i et selskap uten virksomhet hvor videre notering ikke var klarlagt eller bekreftet.

Børsen mener det ikke foreligger *usaklig forskjellsbehandling*. Børsen viser til at strykningen må vurderes på bakgrunn av det som har aktualisert strykningen. Det er ikke gitt at konklusjonen i én sak uten videre er relevant i en annen sak. Børsen viser til at Univid er i en særlig situasjon ved gjentatte ganger å ha vært ilagt kritikk, ikke oppfylt vesentlige opptaksvilkår og ved at selskapet kontinuerlig har vist til at det skal gjøres en virksomhetssammenslåing.

7.3 Merknader til klagers anførsler om saksbehandlingsfeil

Oslo Børs mener, når det gjelder *manglende kontradiksjon og forhåndsvarsel*, at Univid allerede ved første tilbakemelding på redegjørelse for fortsatt notering ble gjort oppmerksom på at strykning var en potensiell konsekvens dersom det ikke ble fremlagt dokumentasjon på at selskapet oppfyller opptaksvilkårene. Børsen mener foretaket har hatt lengre tid og mulighet til å uttale seg, og at selskapet særlig hadde incentiv til det etter å ha oversittet fristen 1. september 2023. Selskapet ble dessuten gitt anledning til å gi ytterligere informasjon etter fristoversittelsen. Børsen mener selskapet i tilbakemeldingen 5. oktober 2023 ikke ga opplysninger av betydning, sammenlignet med situasjonen per 17. april 2023, noe børsen mente gjorde det nødvendig å iverksette tiltak.

Når det gjelder anførselen om drøftingsplikten i Regelbok II punkt 2.11.2(5), mener børsen utgangspunktet er at utstederen skal gis informasjon om at Oslo Børs vurderer å stryke selskapet og gis anledning til å komme med innspill til dette. Det kan ikke forstås som en diskusjon om man skal stryke eller ikke, men at det skal kommuniseres at det potensielt vil iverksettes strykning. Til dette kan selskap komme med innvendinger, og Oslo Børs «kan» etter dette sette frist for å gjennomføre tiltak. Børsen viser til at strykning var varslet som mulig konsekvens ved første tilbakemelding på redegjørelse for fortsatt notering, datert 5. mai 2023. Frist ble gitt til 1. september 2023 med å sende dokument som tilsvarer opptakssøknad. Det forelå ikke ytterligere informasjon innen fristen, og Oslo Børs ba om ytterligere informasjon 14. september 2023 for å gjøre en nærmere vurdering. Også her ble det bedt om informasjon som ville være relevant i en strykningsvurdering. Den pågående transaksjonen som det er vist til i klagen, ble heller ikke nevnt i brevet 5. oktober 2023 eller f.eks. gitt Markedsovervåkningen med sikte på utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon, og børsen er derfor ikke enig i at saken ikke var tilstrekkelig opplyst til at vedtak kunne treffes. Børsen mener selskapet hadde incentiv og forutsetninger for eventuelt å gi nærmere informasjon. Når dette ikke ble gitt, måtte børsen bygge vurderingene på bakgrunn av de forholdene som forelå per 5. oktober 2023.

Oslo Børs kan ikke se at det foreligger grunnlag for å konstatere at børsen ville hatt et annet grunnlag for sin beslutning om strykning. Subsidiært, for det tilfelle at Børsklagenemnden finner at det foreligger saksbehandlingsfeil, mener børsen disse er reparert ved klagebehandlingen og at samtlige opplysninger er belyst og vurdert, uten at dette har hatt innvirkning på Oslo Børs' beslutning.

8. Univids merknader 3. desember 2023 til børsens brev 24. november 2023

8.1 Overordnede merknader

Univid innga 3. desember 2023 kommentarer til Oslo Børs' brev 24. november 2023. Univid mener børsen i brevet oppstiller et nytt grunnlag for strykningen av

Univids aksjer, nærmere bestemt som følge av at «bakdørsnoteringer» ikke kan aksepteres. Klager legger til grunn at det med «Reverse Takeover» (RTO) er ment det samme som en «bakdørsnotering». Univid mener RTO-er har vært allment akseptert av børsen i lang tid, og at vedtaket derfor utgjør en vesentlig endring i forhold til tidligere etablert praksis. En endring av praksis vil etter klagers syn utgjøre usaklig forskjellsbehandling, være vilkårlig og kreve generell endring av børsens regelverk, i tillegg til å svekke tilliten til verdipapirmarkedet. Univid mener praksisendringen fremstår som særlig vilkårlig når børsen anføres å ha oppfordret Univid 5. mai 2023 til å gjennomføre en «business combination» og sende inn en opptakssøknad.

Klager henviser til en rekke konkrete oppkjøp, som også inkluderer tilfeller der selskaper har skiftet «fullstendig» karakter. Univid mener oppkjøp av SEEYOU ikke er et tilfelle der kjøperselskapet endrer «fullstendig» karakter, siden Univid anføres å være et innovativt teknologiselskap innen blokkjedeteknologi, mens det sammenslåtte selskapet vil være et innovativt teknologiselskap innen kunstig intelligens, ved bruk av bl.a. blokkjedeteknologi. Klager nevner også at det ikke er nødvendig å endre formålsbeskrivelsen i Univids vedtekter.

Når det gjelder børsens vurderinger av at transaksjonen vil utgjøre en omgåelse av opptaksreglene, viser klager til reglene om fortsatt notering, der børsen kan beslutte at alle sider ved en ordinær opptaksprosess skal følges, børsen kan sette vilkår for fortsatt notering og utsteder må offentliggjøre et prospekt godkjent av Finanstilsynet før de nye aksjene som utstedes i RTO-en tas opp til notering. I den forbindelse nevnes det at unntak fra prospektkravene for «exchange offers»/«mergers» ikke lenger gjelder, jf. forordning (EU) 2017/1129 (prospektforordningen) artikkel 1 nr. 5 bokstav e og f og forordning (EU) 2019/2115. Klager mener derfor det ikke er riktig at børsen ikke kan gjøre en forsvarlig vurdering og at investorene ikke får nødvendig informasjon. Klager mener derfor børsens mothensyn mot RTO-er ikke gjør seg gjeldende, og at det heller ikke foreligger noen omgåelse siden utsteder må gjennom de samme kontrollrutinene og informasjonshåndtering som ved ordinære opptaksprosesser.

8.2 Oppfyllelse av opptaksvilkår

Klager går deretter over til å redegjøre for hvordan Oslo Børs' opptaksvilkår vil oppfylles før de nye aksjene som utstedes i transaksjonen med SEEYOU vil bli tatt opp til notering. Når det gjelder *kravet til antall aksjonærer* med aksjer verdt minst NOK 10 000, nevner klager at det er planlagt en emisjon i forbindelse med transaksjonen med SEEYOU. Univid anfører at emisjonen vil tilføre nødvendig likviditet og øke antallet aksjonærer med aksjer verdt minst NOK 10 000. Klager nevner at et vedtak om fortsatt notering av det sammenslåtte selskapet kan gjøres betinget av at kravene til antall aksjonærer og likviditet oppfylles innen en gitt frist. Klager anfører at dette er helt alminnelig i forbindelse med noteringssaker, og at det vil være inkonsistent om det ikke kan gjøres i denne saken også. Klager mener *kravet til historikk* er oppfylt, men angir at selskapet vil være interessert i en overføring av notering til Euronext Expand om børsen skulle komme til at kravet ikke er oppfylt.

8.3 Rettslige utgangspunkter

Til børsens uttalelser om de rettslige utgangspunktene bemerker klager at reglene i verdipapirhandelloven § 12-3(1) og Regelbok II punkt 2.11.2(1) bestemmer at strykning ikke kan skje om de kan ventes å medføre vesentlig ulempe for aksjonærene. I tillegg begrenses myndighetsutøvelsen av alminnelige

forvaltningsrettslige prinsipper. Dette innebærer at det må gjøres forsvarlige forholdsmessighetsvurderinger og ikke foretas usaklig forskjellsbehandling. Klager er videre uenig i børsens vurdering av at ikke også tidligere stadier av en transaksjonsprosess enn signert avtaleverk er omfattet av MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 bokstav c.

8.4 Vurdering av strykning

Klager redegjør deretter nærmere for de konkrete forhandlingene som pågikk i forbindelse med det som ellers er omtalt som den terminerte transaksjonen med [redacted], som ble terminert som følge av strykningsvedtaket 27. oktober 2023. Klager anfører at ledelsen i begge selskaper var av den oppfatning at man nærmet seg en intensjonsavtale med signering etter et planlagt styremøte 6. november 2023. Klager anfører at disse forhandlingene var tilstrekkelig konkrete og fremskredet til at Univid var «involved» i en «corporate transaction» på dette tidspunktet. Klager bemerker at det nå uansett foreligger en signert avtale mellom Univid og SEEYOU som etter klagers oppfatning medfører at artikkel 80 nr. 1 bokstav c gjelder.

Klager er uenig med børsen om i hvilken grad det er skjedd brudd på relevant regelverk. Når det gjelder børsens merknader til styre- og ledelsessammensetningen, bemerker klager at disse vil skiftes ut i sin helhet i forbindelse med transaksjonen med SEEYOU, og at Oslo Børs må vurdere den aktuelle situasjonen i forbindelse med transaksjonen.

Til forholdsmessighetsvurderingen understreker klager at det etter deres syn ikke foreligger tungtveiende hensyn som taler for strykning, under henvisning til at tidligere brudd på regelverket er lite relevante ved vurderingen av nå-situasjonen. Videre anføres det at manglende oppfyllelse av opptaksvilkår enkelt kan repareres, herunder ved betingede vedtak om fortsatt notering eller eventuelt overføring til Euronext Expand. Univid mener også det i forholdsmessighetsvurderingen taler mot strykning at det etter klagers syn er skjedd betydningsfulle saksbehandlingsfeil.

Klager anfører at hensynet til aksjonærene bør tillegges større vekt enn de hensyn børsen har fremsatt og vektlagt i strykningsvedtaket og det senere brevet 24. november 2023. Klager viser til at det ikke er noen aksjonærer som har uttrykt misnøye overfor Univid om fortsatt notering og gjennomføring av transaksjonen. Det påpekes også at annonsering av transaksjonen med SEEYOU førte til kursoppgang.

Klager anfører for øvrig at børsens vurdering av salget av de amerikanske selskapene i april 2023 ikke er korrekt – Univids styre vurderte at virkelig verdi av disse aksjene utgjorde USD 1, noe som er langt under terskelverdien i allmennaksjeloven § 3-10 flg., og det var derfor ikke krav om godkjenning fra generalforsamlingen. Senere konkurs i den avhendede virksomheten viser etter klagers oppfatning at styrets verdivurdering var korrekt.

Klager fastholder at vedtaket utgjør usaklig forskjellsbehandling av Univid. Samtidig har klager enkelte bemerkninger rundt prosessen der børsen i brev 5. mai 2023 ba Univid gjennomføre en «business combination» og sende inn en opptakssøknad innen 1. september 2023. Univid nevner at selskapet 11. mai og 22. august 2023 ba om en lengre frist og også har redegjort for at fristen på fire måneder ikke gir tilstrekkelig tid til å gjennomføre f.eks. en fusjon. Klager mener børsens begrunnelse om å sette frist for innsending av opptakssøknad til 1. september 2023 under referanse til selskapets plan om å gjennomføre en RTO og

planlagt utdeling av eksisterende virksomhet fremstår oppkonstruert, siden Univid anføres ikke å ha hatt noen plan om å foreta noen utdeling i mai 2023.

8.5 Saksbehandlingsfeil

Klager er uenig med børsen i spørsmålet om saksbehandlingsfeil. Når det gjelder spørsmålet om forhåndsvarsel viser klager til uttalelser 5. mai 2023 om at strykningsprosess «vil bli vurdert iverksatt» og uttalelser 14. september 2023 om at «som forespeilet vil Oslo Børs nå gjøre en nærmere vurdering». Univid anfører at de ikke var varslet om eller hadde foranledning til å forstå at strykning var et nært forestående utfall, noe Univid mener vises med tydelighet av selskapets brev til Oslo Børs 5. oktober 2023, herunder i lys av møtet 18. september 2023 og manglende korrigering av selskapets inntrykk fra børsens side.

Univid anfører at manglende forhåndsvarsling lett fører til ugyldighet, som følge av at manglende muligheter til å korrigere feil og skjevheter i saksgrunnlaget lett påvirker resultatet. Univid viser konkret til at et forhåndsvarsel fra børsen ville gitt grunn til å gi børsen informasjon om de pågående forhandlingene med [redacted] som endte i den terminerte transaksjonen. Klager anfører at denne feilen ikke kan repareres via etterfølgende begrunnelser.

For øvrig deler ikke klager børsens vurdering i brevet 24. november 2023 av at Univid er gitt mulighet til å rette de forholdene som begrunner et strykningsvedtak. Univid viser til at de ble kjent med forholdene som børsen mener begrunner vedtaket først i vedtaket 27. oktober 2023.

Klager er heller ikke enig i at det er klager som hadde incentiv til å opplyse saken (jf. over om manglende forhåndsvarsling), men viser til at forvaltningsloven § 17 bestemmer at det er forvaltningsorganet som skal sørge for sakens opplysninger. Forhandlingene med [redacted] om en virksomhetssammenslåing ble ikke ansett å være innsideinformasjon.

Til spørsmålet om ugyldighet anfører klager at en «tommelfingerregel» er at jo mer inngripende et vedtak er, og jo grovere feilen er, desto større grunn er det til å kjenne vedtaket ugyldig, selv når det er lite sannsynlig at feilen kan ha påvirket resultatet. Klager gjentar at det er begått betydningsfulle saksbehandlingsfeil i et vedtak av svært inngripende karakter, samtidig som børsen allerede anføres å ha påført Univid uopprettelig skade. Klager anfører at dersom vedtaket blir stående, vil det skade tilliten til verdipapirmarkedet og interessene til utstedere og dets aksjonærer. Tilliten til verdipapirmarkedet tilsier etter klagers syn at børsen gis et sterkt incentiv til å følge relevante saksbehandlingsregler, og at ugyldige vedtak ikke kan repareres ved at utstedere varsles om vedtak og begrunnelse etter at vedtak er fattet.

9. Børsens merknader 6. desember 2023 til Univids merknader 3. desember 2023

9.1 Merknader til anførsler fra klager

I et skriv 6. desember 2023 kommenterer Oslo Børs klagers merknader 3. desember. Børsen mener det ikke er fremsatt nye vesentlige opplysninger i brevet 3. desember 2023, men knytter enkelte kommentarer til innsigelsene som er reist. Oslo Børs viser til at den mer inngående vurderingen i brevet 24. november 2023 ikke representerer et nytt grunnlag for strykningen, men er nødvendig som følge

av de etterfølgende forholdene børsen ble kjent med ved offentliggjøring av avtalen mellom Univid og SEEYOU 7. november 2023.

Oslo Børs fremholder at det ved en RTO ikke er grunnlag for forsvarlig kontroll med utstedere når selskaper gjøres tilgjengelig ved slik transaksjon. Det gjøres ikke en forutgående kontroll av utsteder, og Oslo Børs er henvist til en etterfølgende kontroll som medfører at det må fattes vedtak om strykning i etterkant. Dette er verken praktisk eller ønskelig og definitivt ikke i samsvar med alminnelige prosedyrer for opptak til notering. Børsen er ikke enig i at slik praksis krever endringer i gjeldende regelverk. Børsen mener reglene om fortsatt notering ved større transaksjoner har et fornuftig virkeområde der f.eks. noterte selskaper vokser betydelig eller der virksomheten endrer karakter. Børsen kan ikke forstå at regelverket ubetinget også skal omfatte nye noteringer gjennom tomme «skallselskaper». Børsen mener regelverket for fortsatt notering gjøres uten innhold og betydning dersom transaksjoner skal kunne gjennomføres uten at det iverksettes strykning i tilfeller der opptaksvilkår ikke er oppfylt og et fullstendig nytt og unotert selskap skal kunne bli børsnotert gjennom å bli overtatt av et tomt skallselskap. Børsen mener en slik fratakelse av et av Oslo Børs' viktige og sentrale virkemidler for å forhindre at selskaper som på generell basis ikke oppfyller opptakskravene, tas opp til handel, vil være skadelig for markedet og investorbeskyttelsen. Børsen bemerker at transaksjonen med SEEYOU kommer i tillegg til de grunnene som er inntatt i vedtaket om strykning av 27. oktober 2023.

Børsen viser også til uttalelser fra SEEYOU til selskapet 27. oktober 2023 for å underbygge at det som søkes oppnådd, er en omgåelse av børsens regelverk og prosedyrer for å bli børsnotert, samt at inngåelse av transaksjonen er gjort for å trenere børsens strykningsvedtak. Børsen bemerker også at siden SEEYOU har deltatt på Euronexts «IPOReady kurs», kjenner nok selskapet til at det på generell basis ikke fyller vilkårene for å bli hovedlistenotert, samtidig som det vet at børsen har konkret kunnskap om vilkårene.

Når det gjelder usaklig forskjellsbehandling, bemerker børsen at det er eksempler på selskaper som har stoppet planlagte transaksjoner etter dialog med børsen, og tilfeller der selskap ikke har fått godkjent videre notering etter en RTO. Uansett har børsen enkelte negative erfaringer med selskaper som «rygger inn» på børsen, og det nevnes også at børsdirektøren har uttalt seg i media om at praksisen rundt «bakdørsnoteringer» skal skjerpes, basert på erfaringer. Børsen karakteriserer videre det foreliggende tilfellet som en av de mer ekstreme prosessene for videre notering som børsen har opplevd med tanke på manglende materielt innhold i «skallet» (Univid). Børsen mener en videreføring av en slik ekstremvariant av «rygging inn på børsen» ikke vil være en beskyttelsesverdig interesse verken børsen eller markedet er tjent med.

Til anførselen om at manglende oppfyllelse av opptaksvilkår ikke er tilstrekkelig tungtveiende, bemerker børsen at kjernen av regelverket for fortsatt notering er at selskaper ikke skal gjøres tilgjengelig ved transaksjon hvor opptaksvilkårene ikke er oppfylt og hvor det fremstår som en omgåelse av opptaksvilkår. Børsen mener det må være en forutsetning hvor det gjøres opptak ved såkalte RTO-er at opptaksvilkårene klart kan konstateres oppfylt, noe de ikke kan her. Oslo Børs bemerker også at regelverket ikke åpner for at utstedere som ikke er egnet for notering på en av børsens handelsplasser bare kan overføres til en annen handelsplass.

Børsen deler ikke selskapets vurdering av at den «oppfordret» selskapet til å gjennomføre en «business combination», og siterer fra e-post 5. mai 2023 fra børsen til selskapet. Børsen tydeliggjør også at det med kritikk gitt av

markedsovervåkningen, er siktet til at DLTx gis kritikk for flere forhold i en kort periode i brev av 24. august 2023.

9.2 Merknader om Univids kommunikasjon til børsen og markedet

Oslo Børs refererer også til tilsynelatende avvikende informasjon gitt av selskapet om den planlagte/terminerte transaksjonen med [redacted]. Nærmere bestemt vises det til forholdet mellom uttalelser gitt til media fra styreleder i Univid, sammenlignet med tilbakemeldinger gitt fra Univid til Markedsovervåkningen 14. november 2023 knyttet til spørsmålet om det forelå innsideinformasjon som ikke var varslet til Markedsovervåkningen. Det vises også til omtale i en e-post 6. november 2023. Omtalen sammenlignes med merknadene fra selskapet 3. desember 2023. Oslo Børs mener det umiddelbart synes som at Selskapet på varierende måte beskriver hvor langt transaksjonen var kommet avhengig av mottaker. Oslo Børs fremholder, på samme måte som i brev 24. november 2023, at det må kreves noe mer konkret for at selskap skal anses «involved» in «corporate transaction» (jf. MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 bokstav c), herunder at relevant avtaleverk er signert og at det er utestående steg før transaksjonen er gjennomført. Subsidiært, som et klart minimum, mener Oslo Børs at det i hvert fall må foreligge slik konkret informasjon som gjør at forholdet anses for å utgjøre innsideinformasjon.

10. Univids kommentarer 7. desember 2023 til børsens merknader 6. desember

Univid ga 7. desember 2023 merknader til børsens merknader 6. desember 2023. Her poengterer klager at børsen ikke klargjør hvilke praktiske og reelle ulemper som gjør seg gjeldende ved en etterfølgende kontroll i henhold til reglene om fortsatt notering sammenlignet med en ordinær opptaksprosess. Univid mener videre reglene om fortsatt notering har en betydelig realitet selv om notering videreføres i tilfeller der transaksjonen i realiteten innebærer ny notering. Klager viser til at børsen kan beslutte at alle sider ved en opptaksprosess skal komme til anvendelse i saker om fortsatt notering etter vesentlige transaksjoner, der notering opprettholdes om vilkårene er tilfredsstilt, eller utsteder strykes dersom vilkårene ikke er oppfylt. Univid mener videre en mulighet er å plassere utsteder i «Recovery Box» i perioden der pågående prosesser medfører usikker prising av utsteder, i tilfeller der børsen vurderer strykning eller fortsatt notering. Klager mener derfor det ikke foreligger en vektig begrunnelse for hvorfor utstedere ikke kan gjennomføre RTO-er.

Klager deler videre ikke Oslo Børs' vurdering av mulighetene for å bytte handelsplass til Euronext Expand eller Euronext Growth, og henviser bl.a. til Oslo Børs' veiledning til Regelbok II punkt 4.7.1(1).

Klager mener det åpenbart ikke kan tillegges vekt hva børsdirektøren har uttalt til media. Univid ser heller ikke relevansen av SEEYOUs kommentarer til børsen. Univid anfører at SEEYOU overfor Univid bare har uttrykt at de oppfyller opptaksvilkårene, og at SEEYOU ikke ønsker å omgå noe regelverk, men gjennomføre en ordinær prosess i henhold til reglene om fortsatt notering og tidligere praksis. Dette anføres å være i tråd med Univids ønske.

Til børsens merknader om usaklig forskjellsbehandling hevder Univid å ha konkret kunnskap om flertallet av de nevnte sakene og mange av disse gjelder utstedere med virksomhet uten nevneverdig aktivitet og verdi sammenlignet med

transaksjonsmotparten, og ofte med en virksomhet som skiller seg vesentlig eller fullstendig fra utsteders eksisterende eller tidligere virksomhet.

Klager gjentar at kommunikasjonen fra børsen i mai 2023 anses som en oppfordring til å gjennomføre en «business combination», og at den i alle fall må forstås slik at børsen ikke anså det særskilt problematisk at Univid ønsket å gjennomføre noe slikt.

Klager er ikke enig i at det er et motsetningsforhold mellom det som er opplyst om den terminerte transaksjonen til Noteringsavdelingen og det som er opplyst til Markedsovervåkningen. Univid mener videre at spørsmålet om selskapet var «involved» i en «corporate transaction», er et helt annet vurderingstema enn om det forelå innsideinformasjon.

11. Børsens vurderinger i klageomgangen

Børsen vedtok 11. desember 2023 å opprettholde strykningsvedtaket av 27. oktober. Børsens vurderinger er i all hovedsak gjengitt allerede. I stadfestelsesvedtaket oppsummeres børsens vurdering av saken slik:

«Samlet er Oslo Børs av den oppfatning at Selskapet ikke er egnet for videre notering på Oslo Børs, verken på tidspunktet for strykning og heller ikke etter inngåelse av transaksjonsavtale med Seeyou, slik vurdert i Strykningsvedtaket, Tilsvaret og Oslo Børs' merknader. Oslo Børs finner ikke at det er fremsatt opplysninger i sakens dokumentasjon som tilsier at vedtaket må oppheves eller omgjøres.»

12. Senere merknader i klagesaken

12.1 Merknader fra klager 15. desember 2023

I merknader inngitt 15. desember 2023 gjentar klager anførsler fremmet tidligere i prosessen. Det dreier seg om påståtte saksbehandlingsfeil og materielle feil ved vedtaket, i tillegg til at børsens atferd med korte frister og påståtte endringer av regelverk med tilbakevirkende kraft gjennom praksis også må tillegges stor vekt ved nemndens vurdering av klagen.

Univid anmoder om at Børsklagenemnden omgjør strykningsvedtaket og instruerer Oslo Børs om å gi Univid en frist på seks måneder fra avgjørelsen av saken til å gjennomføre en transaksjon som medfører at det sammenslåtte selskapet igjen oppfyller noteringsvilkårene. Subsidiært anmodes nemnden om å oppheve strykningsvedtaket.

Det opplyses også om etterfølgende forhold oppstått etter børsens oversendelse av saken til Børsklagenemnden. 12. desember 2023 mottok Univid en hevingserklæring fra SEEYOU, som Univid ikke motsatte seg. Etter klagers oppfatning viser dette at Oslo Børs har påført Univid ytterligere skade ved at nok en transaksjon er bortfalt. Univid opplyser også at søket etter en partner for virksomhetssammenslåing er gjenopptatt, og dette er grunnen til at de ber nemnden om å få frist på seks måneder til å gjennomføre en transaksjon som medfører at det sammenslåtte selskapet igjen oppfyller noteringsvilkårene. Som følge av hevingen av SEEYOU-transaksjonen, opprettholder ikke selskapet anførslene knyttet til selskapets oppfyllelse av noteringsvilkår gjennom en transaksjon med SEEYOU.

Klager nevner avslutningsvis at dersom de vinner frem med sitt syn, vil de be om erstatning for påløpte sakskostnader, jf. verdipapirforskriften § 12-8.

12.2 Børsens merknader 20. desember 2023

Oslo Børs kan i merknader 20. desember 2023 ikke se at det fremkommer særlig nytt av Univids merknader 15. desember. Børsen understreker likevel at den ikke er ansvarlig for at intensjonsavtalen mellom SEEYOU og Univid ble terminert. Børsen viser til at avtalen ble inngått først etter, og som et resultat av, Oslo Børs' strykningsvedtak.

Utover ellers å henvise til tidligere anførsler, har Oslo Børs merknader til klagers anmodning om, prinsipalt, omgjøring eller, subsidiært, oppheving av strykningsvedtaket. Børsen kan ikke se at det foreligger grunner til at Univid skal innrømmes lengre tid enn det de allerede har fått. Børsen anfører at selskaper notert på børsens regulerte markeder skal ha virksomhet og ikke sette seg i en posisjon hvor all virksomhet opphører. Når det først inntreffer, mener børsen at selskapet ikke har krav på å forbli notert en lengre periode mens de finner noe nytt å gjøre. Børsen gjentar at det ikke finnes et SPAC-regime på Oslo Børs, og at regelverket om videre-notering ikke kommer som et substitutt for dette.

Avslutningsvis nevner børsen at Markedsovervåkningen på Oslo Børs 20. desember 2023 har sendt Univid et kritikkbrev. Kritikken gjelder 1) misvisende kommunikasjon til markedet i børsmelding publisert 29. oktober 2023, hvor Univid uttalte seg om Oslo Børs' strykningsvedtak, og 2) at Univid ikke har gitt sammenfallende og konsekvent informasjon til Oslo Børs vedrørende forhandlingene som ble avbrutt, herunder ved kommunikasjon til ulike avdelinger ved Oslo Børs. Oslo Børs mener dette underbygger at det er svakheter ved selskapets kompetanse med hensyn til å overholde løpende forpliktelser og forventninger som stilles til kommunikasjon fra noterte foretak. Det anføres også at dette underbygger at de kritikkverdige forholdene ved selskapets opptreden som er beskrevet i strykningsvedtaket 27. oktober 2023, ikke er blitt reparert.

12.3 Avsluttende merknader fra klager 22. desember 2023

Klager er ikke enig i børsens anførsel om at børsen ikke foranlediget termineringen av avtalen mellom SEEYOU og Univid. Det vises til at transaksjonen var betinget av at Oslo Børs omgjorde strykningsvedtaket sitt, noe børsen ikke gjorde.

Klager har også merknader til Oslo Børs' kritikkbrev 20. desember, som blant annet referer til markedsmisbruksforordningens regler om forbud mot markedsmanipulasjon, jf. verdipapirhandelloven § 3-1 jf. forordning (EU) nr. 596/2014 artikkel 15 jf. artikkel 12 nr. 1 bokstav c. Univid anfører at kritikkbrevet er et forsøk på å dekke over egne saksbehandlingsfeil og vidløftiggjøre klagesaken. Klager mener det ikke er gitt inkonsistente opplysninger om status i forhandlingene mellom Univid og [redacted], og at det heller ikke er gitt inkonsistente opplysninger til ulike avdelinger hos Oslo Børs eller gitt uriktig informasjon til markedet. Klager mener videre at den offentlige kritikken fra Oslo Børs ikke kan tillegges særlig vekt i strykningsvurderingen, under henvisning til at det er den mildeste reaksjonsformen til børsen, og at utstedere ikke gis adgang til kontradiksjon.

Klager mener børsmeldingen 29. oktober 2023 korrekt beskrev de faktiske forholdene. Klager mener det dermed ikke kan være tilfelle at Univid gjennom

børsmeldingen ga falske eller villedende signaler om tilbud, etterspørsel eller pris på selskapets aksjer, jf. MAR artikkel 12 nr. 1 bokstav c. Klager er derfor uenig i at innholdet i børsmeldingen var egnet til å skape misforståelse rundt situasjonen og realiteten i forhandlingene om den terminerte transaksjonen med [redacted].

Til merknadene i kritikkbrevet om selskapets korrespondanse med Oslo Børs, anfører selskapet at det svarte på det de ble bedt om. Univid viser til at Markedsovervåkningen kun ba om selskapets vurdering av bakgrunnen for hvorfor forhandlingene ikke utgjorde innsideinformasjon, og ikke en konkret og kronologisk redegjørelse for de faktiske forholdene. Klager mener motstykket til børsens forventning om at utstedere gir nødvendig, korrekt og presis informasjon, jf. Regelbok II punkt 2.8, må være at børsen klart formulerer de spørsmålene som dekker børsens informasjonsbehov. Under henvisning til at Oslo Børs «ikke har utfordret» selskapets vurdering av om forhandlingene om den terminerte transaksjonen utgjorde innsideinformasjon, mener selskapet det besvarte henvendelsen fra Markedsovervåkningen 3. november 2023 på en korrekt og presis måte.

Selskapets mer utfyllende kommentarer i brevet 3. desember 2023 til Noteringsavdelingen på Oslo Børs, var begrunnet i at selskapet skulle tydeliggjøre at det var «involved in a corporate transaction», jf. MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 bokstav c. Vurderingstemaet er et annet enn om det foreligger innsideinformasjon og de bakenforliggende omstendighetene for de to redegjørelsene er også ulike. Klager mener det faller på sin egen urimelighet å hevde at det er kritikkverdig å gi mer opplysninger i en strykningssak enn etter en generell henvendelse fra børsen om en vurdering av om noe utgjør innsideinformasjon. Klager gjengir deretter i grove trekk informasjonen Markedsovervåkningen ved Oslo Børs mottok samt siterer fra brevet 3. desember 2023 til Noteringsavdelingen. Forskjellene i redegjørelsen oppsummeres slik:

> De fysiske møtene hadde foregått i utlandet;

> Dato for oversendelse av utkast til intensjonsavtale;

> Selskapet hadde inngått mandatavtale med Sparebank 1 Markets vedrørende den Terminerte Transaksjonen den 17. oktober 2023 (mandatavtalen var imidlertid omtalt i Børsmeldingen);

> Selskapet oversendte informasjon om norske tilbudspliktregler den 27.oktober 2023;

> Dato for planlagt styremøte hos motparten konkretiseres til den 6. november 2023 (som er uke 45); og

> Presisering av at [redacted] den 28. oktober 2023 ikke ønsket å gå videre med den Terminerte Transaksjonen.

Klager anfører at forskjellene kun er «nyanseringer av den aktuelle informasjonen». Fullstendig informasjon anføres uansett å være gitt til Oslo Børs, om enn til ulike avdelinger. Univid mener børsen forsøker å oppkonstruere en situasjon hvor Univid bevisst har tilbakeholdt vesentlig informasjon til børsen hvor det ikke er tilfelle, og videre anfører Univid at børsen selektivt omtaler informasjon gitt i børsmeldingen 29. oktober 2023 knyttet til om det var inngått en intensjonsavtale fremfor en endelig avtale.

13. Revisors fratreden

I e-post 4. januar 2024 ble Børsklagenemnden av Oslo Børs gjort oppmerksom på at Univids revisor 3. januar 2024 hadde varslet fratreden. Univid ble av børsen oppfordret til å gjøre nemnden kjent med brevet Univid mottok fra revisor. Univid sendte brevet (nummerert brev nr. 14 av 3. januar 2024), et brev fra Univid til revisor 5. januar 2024 og merknader om dette til Børsklagenemnden i e-post 5. januar 2024. Univid anfører at revisors varslede fratreden (som Univid er uenig i at det er grunnlag for) ikke er relevant for Børsklagenemndens vurdering av om vedtaket om strykning er ugyldig. Univid anfører videre at revisors beslutning om fratreden føyer seg inn i rekken av svært negative konsekvenser påført Univid som følge av børsens strykningsvedtak, noe Univid ber om at Børsklagenemnden tar i betraktning i sin behandling av klagen.

14. Børsklagenemndens bemerkninger

14.1 Innledning – Børsklagenemndens prøving av vedtaket

Saken som står til behandling er preget av en uvanlig omfattende saksbehandling, med en rekke skriftlige innlegg fra både Oslo Børs og fra klager, også i perioden saken har stått for Børsklagenemnden. Dette gir grunn til noen generelle kommentarer om Børsklagenemndens kompetanse og prøving av vedtaket.

Børsklagenemnden kan prøve alle sider av børsens vedtak, også det skjønn som Oslo Børs har utvist, jf. verdipapirforskriften § 12-3 første ledd. Børsklagenemnden utøver ikke bare en ren gyldighetskontroll av børsens vedtak, men kan treffe ny realitetsavgjørelse.

Saken skal regulært avgjøres på grunnlag av de saksdokumenter som foreligger når nemnden mottar klagesaken, jf. verdipapirforskriften § 12-5 sjuende ledd. Dette kan imidlertid ikke være til hinder for at Børsklagenemnden også tar hensyn til etterfølgende omstendigheter, jf. verdipapirforskriften § 12-5 første ledd, jf. forvaltningsloven § 34 annet ledd. Børsklagenemnden vil derfor kunne ta i betraktning også faktiske omstendigheter som har inntruffet etter at Oslo Børs fastholdt sitt vedtak og oversendte saken til nemnden.

I saksbehandlingen for Oslo Børs bad Univid om at Oslo Børs omgjorde strykningsvedtaket. I brev 24. november 2023 fra Oslo Børs til Univid ble det gjort gjeldende at strykningsvedtaket måtte opprettholdes. Det var deretter videre saksbehandling for Oslo Børs, inntil børsen 11. desember 2023 vedtok at vedtaket om strykning ble opprettholdt, og saken ble oversendt til Børsklagenemnden. Ved vurderingen av om det foreligger saksbehandlingsfeil ved Oslo Børs' behandling, får dette den konsekvens at Børsklagenemnden må vurdere saksbehandlingen helt frem til vedtaket 11. desember 2023. Børsklagenemnden kommer tilbake til betydningen av dette.

14.2 Generelt om det relevante regelverket

Verdipapirhandelloven § 12-3 første ledd har følgende ordlyd:

«Markedsoperatøren kan suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handel på det regulerte markedet hvis det ikke lenger tilfredsstiller det regulerte markedets vilkår. Markedsoperatøren kan likevel ikke suspendere eller stryke et finansielt instrument på det regulerte markedet hvis dette kan ventes å medføre

vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon.»

Tilsvarende regel er også tatt inn i Regelbok II punkt 2.11.2 første ledd.

Som man ser har bestemmelsen som et inngangsvilkår for strykning at det finansielle instrumentet «ikke lenger tilfredsstiller» børsens vilkår. Selv om inngangsvilkåret er oppfylt, kan ikke strykning skje dersom dette «kan ventes å medføre vesentlig ulempe» for aksjeeierne eller «markedets oppgaver og funksjon».

Bestemmelsen viderefører i det vesentlige den tidligere bestemmelsen i børsloven § 25. Børsloven § 25 hadde også som et eget kriterium for strykning at «særlige grunner» tilsa det. Dette kriteriet ble ikke videreført i verdipapirhandelloven § 12-3 første ledd, da departementet mente at vilkåret ikke hadde betydning utover de øvrige delene av bestemmelsen. Tidligere praksis knyttet til bestemmelsen er derfor relevant også etter endringen, jf. Prop. 77 L (2017-2018) punkt 7.3.5.

I 2014 vedtok EU nytt direktiv og forordning om markeder for finansielle instrumenter (direktiv 2014/65 MiFID II og forordning 600/2014 MiFIR). MiFID II suppleres bl.a. av delegert Kommisjonsforordning 2017/565 («MiFID II-forordningen). Bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 12-3 første ledd gjennomfører MiFID II artikkel 52, og utfylles av MiFID II-forordningen, som gjelder som forskrift gjennom henvisningen i verdipapirforskriften § 2-2 første ledd. Artikkel 80 nr. 1 og 2 i MiFID II-forordningen lyder som følger:

1.) Ved anvendelse av artikkel 32 nr. 1 og 2 og artikkel 52 nr. 1 og 2 i direktiv 2014/65/EU skal en suspensjon eller fjerning av et finansielt instrument fra handel anses å kunne være til betydelig skade for investorenes interesser eller markedets ordnede virkemåte under minst følgende omstendigheter:

a.) dersom dette ville skape en systemrisiko som undergraver den finansielle stabiliteten, for eksempel når det er behov for å avvikle en dominerende markedsstilling, eller dersom oppgjørsforpliktelser ikke ville bli oppfylt i et vesentlig omfang,

b.) dersom fortsatt handel på markedet er nødvendig for å utføre kritiske risikostyringsfunksjoner etter handelen, når det er behov for å avvikle finansielle instrumenter som følge av mislighold hos et clearingmedlem i samsvar med en sentral motparts framgangsmåter ved mislighold, og en sentral motpart ville bli utsatt for en uakseptabel risiko som følge av manglende mulighet til å beregne marginkrav,

c.) dersom utstederens økonomiske levedyktighet ville stå i fare, for eksempel når den deltar i en foretakstransaksjon eller framskaffelse av kapital.

2.) For å avgjøre om en suspensjon eller fjerning vil kunne være til betydelig skade for investorenes interesser eller markedets ordnede virkemåte i hvert enkelt tilfelle, skal vedkommende nasjonale myndighet, en markedsoperatør som driver et regulert marked, eller et verdipapirforetak eller en markedsoperatør som driver en MHF eller en OHF, ta hensyn til alle relevante faktorer, herunder:

a.) markedets relevans med hensyn til likviditet, når tiltakenes følger sannsynligvis blir større på markeder som er viktigere for likviditeten, enn på andre markeder,

b.) det planlagte tiltakets art, når tiltak med en vedvarende eller varig virkning på investorenes mulighet til å handle med et finansielt instrument på handelsplasser, for eksempel fjerning, sannsynligvis får en større innvirkning på investorer enn andre tiltak,

c.) følgevirkningene av en suspensjon eller fjerning av tilstrekkelig tilknyttede derivater, indekser eller referanseverdier som har det fjernede eller suspenderte instrumentet som underliggende eller bestanddel,

d.) hvordan en suspensjon påvirker interessen til de sluttbrukerne på markedet som ikke er finansielle motparter, for eksempel foretak som handler med finansielle instrumenter for å sikre kommersielle risikoer.

Børsklagenemnden kommer tilbake til betydningen av MiFID II-forordningen artikkel 80 nedenfor.

14.3 Foreligger det saksbehandlingsfeil

4.3.1 Manglende varsel og opplysning av saken

Univid har gjort gjeldende at selskapet aldri ble varslet om at Oslo Børs hadde til hensikt å fatte et strykningsvedtak og at børsen heller ikke sørget for at saken var tilstrekkelig opplyst før vedtaket om strykning ble fattet. Det gjøres gjeldende at det er begått betydningsfulle saksbehandlingsfeil i et vedtak av svært inngripende karakter, og at dette medfører at børsens vedtak er ugyldig.

Børsklagenemnden finner at anførslene om saksbehandlingsfeil ikke kan føre frem.

Regelbok punkt 2.11.2 femte ledd har følgende ordlyd:

> «Før det treffes vedtak om strykning, skal spørsmålet om strykning og hvilke tiltak som eventuelt kan iverksettes for å unngå strykning, drøftes med Utstederen. Kan det forhold som begrunner strykning rettes, kan børsen gi Utstederen en frist til å rette forholdet eller pålegge Utstederen å utarbeide en plan for at Utstederen igjen kan oppfylle vilkårene. Samtidig skal Utstederen gjøres kjent med at hvis forholdet ikke blir rettet eller det ikke legges fram en tilfredsstillende plan innen fristens utløp, vil de finansielle instrumentene bli vurdert strøket.»

Børsklagenemnden vil vise til at klager og børsen har hatt en lang dialog og prosess om grunnlaget for selskapets videre børsnotering, der spørsmålet om strykning av aksjene fra Oslo Børs har vært et tilbakevendende tema. Allerede høsten 2022 – som følge av at selskapet varslet at det hadde inngått en avtale om salg av det vesentlige av sin virksomhet – varslet børsen selskapet om at det var et alternativ å stryke aksjene fra notering.

I april 2023 varslet selskapet Oslo Børs om at det hadde inngått en ny avtale om salg av betydelig virksomhet, og at det ville forfølge andre «business combinations». Oslo Børs varslet i brev 5. mai 2023 til selskapet at børsen ville kreve at det ble gjennomført en full opptaksprosess etter at en slik «business combination» var klarlagt. Deretter står det i børsens brev:

«Strykningsprosess vil bli vurdert iverksatt dersom planlagt virksomhet videre ikke er ytterligere klarlagt innen 1. september 2023, og/eller dersom Selskapet ved planlagt virksomhet videre ikke oppfyller vilkårene for videre notering.»

I august 2023 bad selskapet om utsatt frist for tilbakemelding. Oslo Børs tok ikke anmodningen om fristutsettelse til følge. I brev 14. september 2023 til selskapet skrev Oslo Børs blant annet:

«Selskapet har per 14 september 2023 ikke fremsatt opptakssøknad eller ytterligere opplysninger i forbindelse med vurderingen av fortsatt notering, slik forespurt av Oslo Børs per e-post av 5. mai 2023. Som forespeilet vil Oslo Børs nå gjøre en nærmere vurdering av om Selskapet er egnet for fortsatt notering på Oslo Børs eller om Selskapet skal strykes fra notering, jf. Regelbok II punkt 2.11.2, jf. Verdipapirhandelloven § 12-3. Oslo Børs ber derfor om at Selskapet gir innspill innen 15 handelsdager dersom det er opplysninger som skal hensyntas i vurderingen av om Selskapet er egnet for fortsatt notering eller om det er tiltak som kan iverksettes for å unngå strykning, jf. Regelbok II punkt 2.11.2 (5).»

Univid innga innspill som forespurt i brev 5. oktober 2023. Deretter fattet Oslo Børs 27. oktober 2023 vedtak om å stryke aksjene.

Børsklagenemnden tar som utgangspunkt at selskapet allerede i mai 2023 – etter at selskapet hadde informert om at vesentlige deler av virksomheten var solgt – ble varslet av Oslo Børs om at en strykningsprosess ville bli vurdert dersom den planlagte nye virksomheten ikke var ytterligere klarlagt innen 1. september 2023. Børsklagenemnden mener dette ikke er en urimelig kort frist. Selskapet ble uansett gitt anledning til å klarlegge den videre driften også etter 1. september 2023.

Oslo Børs fulgte opp varselet fra mai 2023 i brev til selskapet 14. september 2023. Det står her blant annet:

«Selskapet har per 14 september 2023 ikke fremsatt opptakssøknad eller ytterligere opplysninger i forbindelse med vurderingen av fortsatt notering, slik forespurt av Oslo Børs per e-post av 5. mai 2023. Som forespeilet vil Oslo Børs nå gjøre en nærmere vurdering av om Selskapet er egnet for fortsatt notering på Oslo Børs eller om Selskapet skal strykes fra notering, jf. Regelbok II punkt 2.11.2, jf. Verdipapirhandelloven § 12-3. Oslo Børs ber derfor om at Selskapet gir innspill innen 15 handelsdager dersom det er opplysninger som skal hensyntas i vurderingen av om Selskapet er egnet for fortsatt notering eller om det er tiltak som kan iverksettes for å unngå strykning, jf. Regelbok II punkt 2.11.2 (5)».

Børsens brev er et klart varsel om at strykning er et aktuelt alternativ. Varselet ga selskapet oppfordring til å kommentere spørsmålet om det var grunnlag for fortsatt notering, noe selskapet også gjorde i brevet 5. oktober 2023. Det kan ikke kreves at børsen varsler en mulig strykning noe ytterligere eller utarbeider et foreløpig vedtak om strykning. Slike krav kan ikke utledes verken av det børsrettslige regelverket eller av alminnelige forvaltningsrettslige prinsipper. Etter forvaltningsloven § 16 andre ledd skal et forhåndsvarsel til et enkeltvedtak «inneholde det som anses påkrevd for at parten på forsvarlig måte kan vareta sitt tarv». Børsens ulike varsler i denne saken oppfyller disse kravene.

Etter Regelbok II punkt 2.11.2 femte ledd skal spørsmålet om strykning «drøftes» med selskapet. I dette tilfellet har Oslo Børs flere ganger bedt om informasjon om den planlagte videre virksomheten og om opplysninger som kan ha betydning for spørsmålet om fortsatt notering. Det er etter det opplyste også avholdt et møte mellom Oslo Børs og selskapet i september 2023. Noen ytterligere drøfting utover dette kan ikke kreves.

I brevet 5. oktober 2023 fra Univid, heter det at selskapets forståelse er at Oslo Børs «ikke har igangsatt drøfting med utsteder om strykning (verken i brevet mottatt 14. september 2023 eller på annen måte) i henhold til Oslo Regelbok II punkt 2.11.2 (5)». Børsklagenemnden vil bemerke at god forvaltnings- og saksbehandlingsskikk tilsier at Oslo Børs burde ha kommentert denne forutsetningen før børsen fattet sitt vedtak.

Børsklagenemnden vil imidlertid påpeke at Oslo Børs' endelige vedtak om ikke å omgjøre sitt opprinnelig vedtak om strykning, først ble fattet 11. desember 2023. Vedtaket om strykning er fortsatt ikke iverksatt. Univid har dermed også i tiden etter børsens opprinnelige vedtak hatt full anledning til å fremlegge dokumentasjon for Oslo Børs – og nå Børsklagenemnden – for å underbygge at vilkårene for fortsatt notering foreligger og for at det ikke er grunnlag for å stryke selskapets aksjer. Børsens manglende tilbakemelding til selskapet på forutsetningen det tok i brevet 5. oktober 2023, kan derfor uansett ikke gis avgjørende betydning for børsens vedtak 11. desember 2023.

Basert på den prosessen som er gjengitt ovenfor er det også klart at Oslo Børs har oppfylt sin plikt til å opplyse saken. Børsklagenemnden bemerker at selskapet – basert på varslene fra Oslo Børs – også hadde klar oppfordring til å informere børsen om status på eventuelle forhandlinger selskapet var i om virksomhetssammenslåinger.

14.3.2 Usaklig forskjellsbehandling

Klager har gjort gjeldende at børsens vedtak innebærer usaklig forskjellsbehandling. Klager har behandlet dette under sakens materielle spørsmål. Børsklagenemnden finner det mer naturlig å se dette som en del av saksbehandlingen.

Selskapet har vist til at andre selskaper har fått lenger tid til å gjennomføre strategiendringer før det har blitt iverksatt prosesser om strykning. Det er videre vist til at børsen i andre strykningssaker har gitt mer tid til selskapet etter regelbrudd før strykningssak er iverksatt.

Selskapet har særlig vist til saker vedrørende Oceanteam ASA og Saga Tankers ASA, som var selskaper uten vesentlig virksomhet over lengre perioder uten av børsen reagerte med strykningsvedtak. Børsen har i tilknytning til denne anførselen i brev 24. november 2023 vist til at Univid «er i en særlig situasjon ved gjentatte ganger å ha vært ilagt kritikk, ikke oppfylle vesentlige opptaksvilkår og ved at Selskapet kontinuerlig har vist til at det skal gjøres en virksomhetssammenslåing».

Børsklagenemnden vil bemerke at den praksisen selskapet har vist til, er begrenset, og uansett ikke kan forhindre Oslo Børs fra å endre praksis generelt. Saksforholdet i saken om Saga Tankers ASA ligger omkring ti år tilbake i tid. Saksforholdet knyttet til Oceanteam ASA gjelder et fortsatt verserende forhold.

Børsklagenemnden er etter dette ikke enig i at det foreligger forskjellsbehandling som gjør vedtaket ugyldig. Avgjørelsen i denne typen saker beror på et konkret skjønn, der vekten av de ulike momentene vil avhenge av omstendighetene i den enkelte sak. Av samme grunn som over kan heller ikke klagers anførsel om at et annet selskap i en strykningssak har fått mer tid etter regelbrudd før strykningssak er iverksatt, føre frem.

Børsklagenemnden går etter dette over til å behandle sakens materielle spørsmål.

14.4 Inngangsvilkåret – oppfyller aksjene i Univid børsens vilkår?

Som redegjort for ovenfor, er inngangsvilkåret for å kunne stryke et selskaps aksjer fra notering at det ikke lenger tilfredsstiller børsens vilkår, se verdipapirhandelloven § 12-3 første ledd første setning. Bestemmelsen legger opp til et fritt skjønn for børsen dersom selskapet ikke lenger tilfredsstiller det regulerte markedets vilkår. Børsens skjønn kan prøves fullt ut av Børsklagenemnden.

Oslo Børs' vilkår følger av Regelbok II, som er forankret i verdipapirforskriften § 13-2. Av første ledd i denne bestemmelsen følger det at aksjer kan børsnoteres dersom aksjene «antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning». Dette er gjentatt i Regelbok II punkt 3.1.1. Regelbok II kapittel 3 har i tillegg ytterligere krav og regler for opptak til notering.

I Oslo Børs' vedtak 27. oktober 2023 vurderte børsen innledningsvis spørsmålet om selskapet oppfylte kravet til allmenn interesse, og kommenterte blant annet selskapets begrensede virksomhet og den begrensede likviditeten i aksjen. Børsen viste så til enkelte tidligere brudd av Univid på deres forpliktelser som børsnotert selskap. Deretter gjennomgikk børsen en rekke forhold der børsen mente at selskapet ikke oppfylte kravene til notering.

I klagen fra selskapet gjøres det gjeldende at en strykning mot utsteders vilje normalt bør forbeholdes tilfeller der selskapet grovt eller vedvarende har brutt noteringsreglene, at slike alvorlige brudd ikke foreligger i denne saken og at terskelen for strykning da er høyere. Videre gjøres det gjeldende at det faktiske grunnlaget for strykning ikke lenger er korrekt som følge av den planlagte transaksjonen med selskapet SEEYOU, og at dette må hensyntas.

Børsklagenemnden vil først bemerke at transaksjonen med SEEYOU ikke lenger er aktuell. Heller ingen andre transaksjoner er – etter det opplyste – planlagt av selskapet. Vurderingen av om selskapet oppfyller børsens vilkår må derfor basere seg på selskapets virksomhet slik den er i dag. Denne virksomheten er i hovedsak den samme som da Oslo Børs fattet sitt første vedtak 27. oktober 2023.

Når det gjelder vurderingen av om selskapet har allmenn interesse og av likviditeten i selskapets aksjer, kan Børsklagenemnden i hovedsak slutte seg til Oslo Børs' vurderinger. Selskapet har i dag en helt beskjeden virksomhet. Selskapets inntekter i 2023 frem til og med tredje kvartal var ifølge kvartalsrapporten for tredje kvartal på omkring USD 1,6 millioner. Fra mai 2023 har omsetningen i aksjen vært lav, med mindre enn 50 aksjehandler i gjennomsnitt per dag, og et omsatt volum per dag synkende fra omkring NOK 170 000 i mai 2023 til godt under NOK 100 000 i september og oktober (frem til 18. oktober).

Oslo Børs gjennomgår i vedtaket 27. oktober 2023 flere andre forhold som ikke oppfyller noteringsvilkårene. Børsklagenemnden oppfatter at selskapet erkjenner at flere vilkår ikke er oppfylt, men at det anføres at dette er midlertidig og ikke er avgjørende for spørsmålet om strykning. I tilknytning til spørsmålet om inngangsvilkåret for strykning er oppfylt, nøyer Børsklagenemnden seg her med å konstatere at selskapets markedsverdi på vedtakstidspunktet 27. oktober 2023 var på omkring NOK 45 millioner og prisen per aksje var NOK 0.44. Siden har kursen på aksjene falt ytterligere. Selskapsverdien og aksjekursen ligger dermed betydelig lavere enn børsens krav på henholdsvis NOK 300 millioner (Regelbok II punkt 3.1.2.1) og NOK 1 (Regelbok II punkt 4.1). Selskapet hadde pr. 5. oktober

2023 242 aksjonærer som ikke er tilknyttet selskapet som hver hadde en samlet aksjeverdi over NOK 10 000. Dette er mindre enn halvparten av kravet i Regelbok II punkt 3.1.4.2 på minst 500 aksjonærer med slik aksjebeholdning.

Børsklagenemnden finner etter dette at det er klart at Univid ikke oppfyller Oslo Børs' vilkår for notering. Inngangsvilkåret for strykning er dermed oppfylt, jf. verdipapirhandelloven § 12-3 første ledd første setning.

Børsklagenemnden er enig med Oslo Børs i at forholdene redegjort for ovenfor innebærer at inngangsvilkåret for strykning er oppfylt. Nemnden finner ikke grunn til å gjennomgå flere av de forhold som Oslo Børs har lagt til grunn at ikke oppfyller noteringskravene.

Unntaket i verdipapirhandelloven § 12-3 første ledd andre setning behandles i punkt 14.5 nedenfor.

14.5 Vil en strykning medføre en vesentlig ulempe for aksjeeierne eller markedet?

Selv om vilkåret for strykning er oppfylt, kan strykning ikke skje hvis dette «kan ventes å medføre vesentlig ulempe» for aksjeeierne eller for «markedets oppgaver og funksjon», jf. verdipapirhandelloven § 12-3 første ledd andre setning. Bestemmelsen gjennomfører MIFID II artikkel 52.1 om regulert markeds kompetanse til å stryke finansielle instrumenter fra notering.

Univid har gjort gjeldende at vedtaket om strykning er uforholdsmessig og at ulempen for aksjonærene ved en strykning vil være vesentlig.

Børsklagenemnden tar utgangspunkt i MiFID II-forordningen. Det følger av artikkel 80 nr. 1 at der en av omstendighetene omhandlet i bokstavene a), b) eller c) foreligger, vil dette utgjøre absolutte hindre for suspensjon og strykning. Det skal i slike tilfeller ikke skje noen forholdsmessighetsvurdering eller avveining av disse forholdene opp mot de hensyn som taler for en strykning.

Dersom MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 ikke får anvendelse, følger det av artikkel 80 nr. 2 at markedsoperatøren skal ta hensyn til «alle relevante faktorer» inkludert omstendighetene spesifisert i bokstav a) til d), ved bedømmelsen av om en strykning kan ventes å medføre vesentlig ulempe for aksjeeierne eller for markedets oppgaver og funksjon. Det betyr at også andre forhold kan ha betydning. Avgjørelsen beror dermed på en bredt anlagt skjønnsmessig vurdering. Som nevnt ovenfor under punkt 14.1 vil også praksis under tidligere regelverk kunne ha betydning.

Hensynet til aksjonærene er et relevant og sentralt hensyn. Strykning innebærer at aksjonærene vil miste den beskyttelsen som ligger i børs- og verdipapirhandellovens bestemmelser, herunder om informasjonsplikt og rapportering, og dessuten handelsapparatet med investorbeskyttelse og gjennomlysing av handler. At ulempen for aksjonærene må være vesentlig, innebærer imidlertid at de alminnelige konsekvenser og ulemper ved at et børsnotert selskap blir strøket – for eksempel at den løpende rapporteringsplikten blir svekket og at handelen ikke lenger vil skje på et regulert marked – ikke er til hinder for at et selskap strykes fra børsnotering, jf. Børsklagenemndens vedtak 2018/1 (OBKN-2018-1 EMAS).
Børsklagenemnden går etter dette over til å vurdere spørsmålet om strykning konkret i denne saken.

Univid har gjort gjeldende at MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 bokstav c) får anvendelse, slik at strykning ikke kan skje. Etter bestemmelsen kan strykning ikke skje dersom «utstederens økonomiske levedyktighet ville stå i fare, for eksempel når den er involvert i en foretakstransaksjon eller fremskaffelse av kapital». I klagen den 10. november 2023 på vedtaket av 27. oktober 2023 vises det til at selskapet er involvert i en foretakstransaksjon gjennom avtalen med SEEYOU. På tidspunktet for Oslo Børs' strykningsvedtak var selskapet i en foretakstransaksjon gjennom forhandlingene med et annet selskap, som ble stoppet på grunn av strykningsvedtaket.

Børsklagenemnden tar utgangspunkt i at artikkel 80 nr. 1 bokstav c) får anvendelse der det er en forholdsvis klar og direkte årsakssammenheng mellom strykningen og selskapets levedyktighet. Bestemmelsen nevner selv to eksempler der dette vil være tilfellet: Der selskapet deltar i en selskapstransaksjon eller er i en prosess med å hente inn kapital. I begge disse tilfellene kan en fortsatt børsnotering være en forutsetning for at transaksjonen kan gjennomføres, slik at en strykning av aksjene vil utgjøre en vesentlig ulempe for selskapet og aksjonærene.

Børsklagenemnden finner at Univid på tidspunktet for Oslo Børs' vedtak om strykning 27. oktober 2023, ikke kan sies å ha vært «involvert i en foretakstransaksjon» slik dette uttrykket må forstås i forordningen.

I brev 3. desember 2023 uttaler selskapet at de var «i konkrete forhandlinger om en virksomhetssammenslåing». Partene hadde ført dialog og hatt e-postkorrespondanse «siden starten av oktober 2023». Det opplyses videre at:

1.) Univid hadde startet å føre en «prosjektliste» for personer involvert i forhandlingene

2.) Partene hadde møtt hverandre fysisk 9. oktober 2023

3.) Univid hadde oversendt utkast til intensjonsavtale 10. oktober 2023

4.) Univid hadde signert mandatavtale med finansiell rådgiver 17. oktober 2023

5.) Basert på diskusjonene mellom partene var «partenes respektive ledelser langt på vei enige om bytteforhold, forretningsplan og fremtidig ledelse for det sammenslåtte selskapet og partene hadde derfor en felles tro på en snarlig signering av intensjonsavtale»

6.) Univid delte informasjon om norske tilbudspliktregler, samt en tidsplan for transaksjonen. Det uttales videre at ledelsen i begge selskapene var av den oppfatning «at man nærmet seg en intensjonsavtale»

Etter Børsklagenemndens syn kan ikke diskusjoner på dette stadiet – der man ikke engang har blitt enige om en intensjonsavtale – innebære at selskapet er beskyttet mot strykning etter artikkel 80 nr. 1 bokstav c). Børsklagenemnden legger her også vekt på at selskapet ikke hadde meldt fra til børsen at det forelå innsideinformasjon knyttet til en slik transaksjon. I e-post 6. november 2023 fra selskapet til markedsovervåkingsavdelingen hos Oslo Børs heter det således:

«På dette tidspunkt befant partene seg i et stadium i forhandlingene hvor partene hadde hatt korrespondanse per telefon og e-post, samt avholdt noen fysiske møter, men partene hadde ikke utvekslet (bortsett fra et første grovutkast til intensjonsavtale som ikke var gjennomgått av partenes respektive advokater) eller inngått noen avtaler. Selskapet anså imidlertid denne korrespondansen som

svært positiv, og både ledelsen i Selskapet og [redacted] var av den oppfatning at man nærmet seg en intensjonsavtale og man hadde en felles ambisjon om at en intensjonsavtale kunne styrebehandles og signeres etter [redacted] sitt styremøte den 6. november.

Per 27. oktober gjenstod imidlertid ulike strukturspørsmål i forbindelse med en mulig selskapssammenslåing (herunder spørsmål om tilbudsplikt), og de nærmere vilkårene i en intensjonsavtale var ikke omforent. Partenes ledelse var imidlertid langt på vei enige om bytteforhold, forretningsplan og fremtidig ledelse for det sammenslåtte selskapet og partene hadde derfor en felles tro på en snarlig signering av en intensjonsavtale da begge parter ønsket og var avhengig av en rask transaksjon.»

Børsklagenemnden vil også vise til at selskapet – i sin redegjørelse til børsen 5. oktober 2023 – ikke informerte om samtaler med navngitte parter, men kun opplyste generelt at selskapet hadde hatt jevnlig dialog med ulike interessenter og siden mai 2023 hadde gjennomført seriøse diskusjoner med seks mulige interessenter om en virksomhetssammenslåing. Oslo Børs hadde derfor da vedtaket ble fattet 27. oktober 2023 ingen foranledning til å vurdere om forhandlingene med selskapet [redacted] var kommet til et stadium som gjør at MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 bokstav c) får anvendelse.

Selskapet har under saksbehandlingen også vist til avtalen som ble inngått med SEEYOU. Denne avtalen er nå hevet, og selskapet gjør ikke lenger gjeldende at denne avtalen er et grunnlag for at MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 bokstav c) får anvendelse. Det er derfor ikke noen grunn for Børsklagenemnden til å gå nærmere inn på avtalen med SEEYOU. Av samme grunn er det ikke nødvendig for Børsklagenemnden å vurdere om avtalen med SEEYOU var en såkalt «bakdørsnotering» og den eventuelle konsekvensen av dette for spørsmålet om videre notering.

Selv om selskapet ikke har vært involvert i en foretakstransaksjon, må det vurderes om Univids økonomiske levedyktighet vil stå i fare som en følge av en strykning av selskapets aksjer. Børsklagenemnden kan ikke se at dette er tilfelle. Selskapet har siden det solgte virksomheten i april 2023 hatt en svært begrenset aktivitet og omsetning. Selskapet har ikke lykkes å etablere ny virksomhet, verken gjennom avtaler med andre selskaper eller på andre måter. Selskapet oppfyller ikke vilkårene for børsnotering, og har ikke gjort det på flere måneder. Det er ikke usannsynlig at en strykning av selskapets aksjer kan gjøre det vanskeligere for selskapet å hente kapital eller inngå i selskapstransaksjoner, og at det kan påvirke selskapets levedyktighet, men det kan ikke medføre at en strykning er utelukket etter MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 bokstav c). Årsakssammenhengen mellom strykningen og de eventuelle finansielle problemene blir for fjern.

Spørsmålet om Univids aksjer skal strykes fra Oslo Børs beror dermed på en bred skjønnsmessig vurdering av om en strykning i dette tilfellet vil ha så kvalifiserte negative effekter at det medfører vesentlig ulempe for aksjeeierne eller for markedets oppgaver og funksjon.

Som det er redegjort for ovenfor, oppfyller ikke selskapet flere av børsens vilkår for notering. Selskapet har liten markedsverdi, svært begrenset omsetning, det er lav likviditet i aksjen og begrenset aksjonærspredning. Selskapet fremstår ikke som egnet for børsnotering.

I vedtaket 27. oktober 2023 vurderer Oslo Børs forholdet til momentene listet opp i MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 2, og finner at disse momentene ikke har betydning i denne saken. Dette er ikke angrepet av selskapet.

Børsklagenemnden mener momentene i MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 2 taler for at det ikke foreligger en vesentlig ulempe. Bestemmelsen i artikkel 80 nr. 2 er til dels uklart formulert, men synes nettopp å ta sikte på vurderingen av likviditetstapet ved strykning; blant annet om det medfører at investorer mister en viktig og likvid markedsadgang, noe som ikke kan sies å være tilfellet i vår sak.

Selskapet har gjort gjeldende at det ved en strykning av selskapet vil være svært høy risiko for at selskapet må avvikles og at en strykning derfor vil medføre en klar forringelse av aksjonærenes verdier. En gruppe på sju aksjonærer i selskapet har i e-post 15. november 2023 uttalt at Oslo Børs har gitt for liten vekt til ulempen en strykning vil medføre for aksjonærene. Det er vist til at publiseringen av informasjon om børsens vedtak, medførte et børsfall på 35 prosent i løpet av første ordinære børsdag etter publiseringen.

I brev 24. november 2023 beskriver Oslo Børs aksjonærsituasjonen i selskapet som følger:

«Oslo Børs viser til at i dette tilfellet har Selskapet en total markedsverdi på ca. NOK 47,7 millioner per 21. november 2023, som da er spredt på over 4,000 aksjonærer, hvorav 241 aksjonærer eier verdier for mer enn 10,000 kr. Dette tilsier at ca. 94% av aksjonærene eier en aksjeposter som har verdi på under NOK 10,000 og som således ikke vil telle med i en vurdering av om selskapet har tilstrekkelig antall aksjonærer. Andelen av aksjene som er eid av aksjonærer som eier for aksjer verdt mer NOK 10,000 utgjør ca. NOK 45 millioner. Følgelig er det begrensede verdier som er holdt av mindre aksjonærer, og det er heller ikke et stort antall aksjonærer som eier mer enn NOK 10,000. I snitt eier aksjonærene som eier for under NOK 10,000 aksjer for 686 kr, basert på VPS-utskrift per 20. november 2023.»

Børsklagenemnden er enig i at det har betydning ved vurderingen at så mange som 94 prosent av aksjonærene eier aksjer for mindre enn 10 000 kroner, og at gjennomsnittsverdien av aksjeposten for disse aksjonærene var så lav som 686 kroner. Strykning av selskapet kan nok medføre at aksjeverdier går tapt, men det fremstår som mer å ha sin årsak i selskapets spesielle karakter og mangel på reell virksomhet enn beslutningen om strykning.

For de 241 aksjonærene som eier aksjer for mer enn 10 000 kroner, vil en strykning kunne gi et økonomisk merkbart tap. Basert på opplysningene i sitatet fra Oslo Børs ovenfor, eide disse aksjonærene i gjennomsnitt aksjer med en verdi på i underkant av 190 000 kroner den 20. november 2023.

Børsklagenemnden har kommet til at ulempene for aksjonærene ikke kan være avgjørende i denne saken, og at det ikke kan sies å være snakk om en vesentlig ulempe/betydelig skade som nevnt i verdipapirhandelloven § 12-3 og direktivets artikkel 52. Ved en eventuell avvikling av selskapet, vil en begrenset aksjonærgruppe kunne bli påført et merkbart tap, men det er vanskelig å se at dette kan henføres til en strykning av aksjene.

Børsklagenemnden har etter dette konkludert med at en strykning av selskapets aksjer ikke vil medføre en vesentlig ulempe for aksjonærene.

Som nevnt tidligere har Børsklagenemnden kompetanse til også å overprøve Oslo Børs' skjønnsutøvelse med hensyn til om strykning bør skje. I den forbindelse vil nemnden bemerke at den har merket seg at Oslo Børs ønsker å stramme inn sin

strykningspraksis overfor «tomme selskaper», blant annet for å unngå såkalte «bakdørsnoteringer». Børsklagenemnden er enig i at dette er et legitimt hensyn, og har ingen innvendinger mot børsens faglige vurderinger i den forbindelse.

Børsens vedtak skal etter dette stadfestes.

Børsklagenemnden overlater til Oslo Børs å bestemme tidspunkt for strykningen.

Børsklagenemnden fatter etter dette slikt enstemmig.

Vedtak

Oslo Børs' vedtak 11. desember 2023 – som opprettholder vedtaket av 27. oktober 2023 – stadfestes. Oslo Børs fastsetter tidspunktet for strykningen av aksjene til selskapet.

2.2.2 Seadrill Limited – Resolution to delist the shares from Oslo Børs, 06.06.2024

1. Introduction

Seadrill Limited ("**Seadrill**" or the "**Company**") has in a letter dated 30 April 2024 (the **"Application"**) applied for delisting of the Company's shares from Oslo Børs in accordance with Oslo Rule Book II section 2.11.2 (3). Additional information was provided by the Company on 16 May 2024 and 29 May 2024.

At the annual general meeting of the Company held on 17 April 2024 (the "**AGM**") it was resolved to apply for the Company's shares to be delisted from Oslo Børs in accordance with the Securities Trading Act § 12-3 (1), cf. Oslo Rule Book II section 2.11.2 (3).

2. Background and basis for application

Seadrill is a company incorporated in Bermuda providing offshore drilling services to the oil and gas industry. The Company has been admitted to trading on Oslo Børs since 28 April 2022 (initially on Euronext Expand and later uplisted to the main list of Oslo Børs on 17 November 2022) and on the New York Stock Exchange (the "**NYSE**") since 14 October 2022. Following the listing on the NYSE, the status of the Company's listing on Euronext Expand and later on the main list of the Oslo Børs was changed from a primary to a secondary listing.

Seadrill states that it has, over time, monitored the benefits of being listed on Oslo Børs in addition to maintaining the Company's listing on the NYSE. The Company has based on such review found that being listed on Oslo Børs, in addition to its listing on the NYSE, has not resulted in the intended benefits for its shareholders. The Company further states that any such benefits are outweighed by the regulatory burdens, complexities and costs associated with maintaining both listings. In the Company's view, these factors are a burden on the Company's financial resources and management time and are disproportionate to the benefits gained from maintaining a dual listing, particularly given the size of the Company. On this basis, Seadrill has found that it is in the best interests of the Company and its shareholders to apply for a delisting from Oslo Børs, while at the same time maintaining the listing on the NYSE.

In its Application, Seadrill provides the following arguments as basis for the delisting:

> The advantages of being listed on both Oslo Børs and the NYSE are outweighed by the regulatory burdens, complexities and costs associated with maintaining both listings.

> The Company believes listing solely on the NYSE is appropriate for the Company's size, development and strategy and aligns more closely to its peer group.

> A high percentage of the votes represented at the AGM voted in favor of the delisting, indicating that a great majority of the shareholders of the Company do not view a delisting from Oslo Børs as causing material disadvantage to them.

> By maintaining the listing on the NYSE, the shareholders will still have access to a liquid trading market for their shares and, as such, a delisting from Oslo Børs would not exclude the shareholders of the Company from continuing to trade their shares. As a supporting argument, the Company refers to that trading in the shares on Oslo Børs during the past eight months has decreased in volume, and further, that a substantial majority of the daily trading volume of the shares is now conducted on the NYSE. Consequently, a NYSE-only listing should provide adequate liquidity.

> The Company further holds that, due to maintaining the NYSE listing, the Company will still be subject to regulation and oversight by the U.S. Shares and Exchange Commission ("**SEC**") and that this sufficiently safeguards the interests of the Company's shareholders. In this relation, the Company also refers to that it has recently relocated its corporate headquarters to the US, meaning that the company will be subject to increased regulation under NYSE and SEC rules going forward.

The Company will maintain registration of the shares with Euronext Securities Oslo (the "Norwegian CSD").

> Oslo Børs will consider the result at the EGM, not only for the purpose of controlling that the") for a period of at least 12 months from the effective date of the delisting, allowing shareholders who want to maintain registration of their shares in the Norwegian CSD to continue trading their shares via a Norwegian broker with other investors with access to the Norwegian CSD. For shareholders wanting to migrate their shares, the Company will continue to accommodate migration of the shares held through the Norwegian CSD into shares which may be traded on the NYSE.

> The Company will take the necessary steps and work with the Company's cross border agent, DNB Bank ASA, to ensure the continued smooth transition from the Norwegian CSD to the US Depository Trust Company (the "**DTC**") for shareholders who wishes to continue to trade their shares.

3. Results from the AGM

The Company first notified its shareholders of the plan to delist from Oslo Børs via an AGM notice on 21 March 2024. At the AGM, it was resolved to apply for the delisting:

> On the date of the AGM, there were a total of 74,060,628 shares issued by the Company, whereof 71,853,164 were shares outstanding and the remaining 2,207,464 were shares held in treasury by the Company.

> 50,447,319 shares were represented at the AGM, being 70.2 % of the outstanding shares.

> 47,237,564 votes were cast in favour of the proposal to delist, while 440,088 shares voted against, and 390,184 abstained. As such, the proposal was adopted with 99.08 % of the votes cast at the AGM.

Votes by shareholders with shares listed on Oslo Børs

The Company has provided a list showing that there were 2703 shareholders registered with the Norwegian CSD as per the record date of 6 March 2024. Part of the shares were held through nominee accounts, and the company has stated that it does not have visibility on the total amount of beneficial shareholders. Out of 2703 shareholders with shares registered through the Norwegian CSD, 112 shareholders voted at the AGM, of which 106 shareholders voted for delisting and 6 shareholders voted against delisting. The 6 shareholders voting against delisting held approx. 0,6 % of the total outstanding shares of the Company.

Votes by shareholders with shares listed on the NYSE

The Company has further provided a list showing that there were 22 shareholders registered with the DTC as per the record date of 6 March 2024. The Company has stated that it does not have visibility on the number of beneficial shareholders behind those 22 accounts. However, the Company has been advised by its US proxy agent (Broadridge) that there were a total of 15,372 reported accounts as of the record date for the AGM, and of those, 1,367 accounts voted. On the basis of the voting results, the Company has estimated that only one or two shareholders holding shares through the DTC voted against the delisting.

4. Legal background

The Securities Trading Act section 12-3, first paragraph, states:

"*A market operator may suspend or remove from trading on the regulated market a financial instrument which no longer complies with the regulated market's terms and conditions. The market operator may nonetheless not suspend or remove a financial instrument from the regulated market if this would be likely to cause significant damage to the holders of the instrument or the roles and functioning of the market.*"

Furthermore, Oslo Rule Book II section 2.11.2, third paragraph states:

"*The company may apply to Oslo Børs to have its shares delisted if a general meeting has passed a resolution to this effect with the same majority as required for changes to the articles of association. Oslo Børs makes the final decision on delisting. […]*"

The provisions involve a high degree of discretion. Through former practice, Oslo Børs and the Stock Exchange Appeals Committee (the "**Appeals Committee**") (*Nw. Børsklagenemda*) have demonstrated which considerations that are

considered relevant for evaluating whether an application for delisting should be approved. Decisions on applications for delisting that are not supported by all shareholders will depend on balancing and evaluating the arguments for and against delisting. Consequently, a discretionary balancing of the Company's interest represented by the majority's interest in delisting must be carried out against the minority shareholders' interest in continued listing. Assessments of this nature should consider factors such as liquidity, the market's duties and function, and the market's integrity. In this context, one factor is whether the Company satisfies the conditions for admission to listing.

Oslo Børs' practice has assumed that the interests of minority shareholders must be given special consideration in the discretionary assessment of such cases, and a strict practice has been followed. However, the circumstances of each individual case must be considered as part of the overall evaluation.

In 2014, the EU adopted rules revising the MiFID framework, consisting of a directive ("**MiFID II**") and a regulation ("**MiFIR**"). New rules in the Securities Trading Act implementing MiFID II in Norway entered into force on 1 January 2019. Further, MiFIR and the Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565[7] ("**Commission Delegated Regulation**"), were implemented into Norwegian law with effect from 1 January 2020 through incorporation in the Securities Trading Act section 8-1 and the Securities Trading Regulations section 2-2, respectively.

Article 80 of the Commission Delegated Regulation sets out circumstances constituting significant damage to investors' interests and the orderly functioning of the market. It follows from article 80 paragraph 1 that "*a removal from trading of a financial instrument shall be deemed likely to cause significant damage to investors' interests or the orderly functioning of the market*" at least where **(a)** "*it would create a systemic risk undermining financial stability, such as where the need exists to unwind a dominant market position, or where settlement obligations would not be met in a significant volume*", **(b)** "*the continuation of trading on the market is necessary to perform critical post-trade risk management functions when there is a need for the liquidation of financial instruments due to the default of a clearing member under the default procedures of a CCP and a CCP would be exposed to unacceptable risks as a result of an inability to calculate margin requirements*", and **(c)** "*the financial viability of the issuer would be threatened, such as where it is involved in a corporate transaction or capital raising*".

Further, it follows from article 80 paragraph 2 that all relevant factors shall be considered when determining whether a removal is likely to cause significant damage to the investors' interest or the orderly functioning of the market, including (a) "*the relevance of the market in terms of liquidity where the consequences of the action are likely to be more significant where those markets are more relevant in terms of liquidity than in other markets*", (b) "*the nature of the envisaged action where actions with a sustained or lasting impact on the ability of investors to trade a financial instrument on trading venues, such as removals, are likely to have a greater impact on investors than other actions*", (c) "*the knock-on effects of a suspension or removal of sufficiently related derivatives, indices or benchmarks for which the removed or suspended instrument serves as an underlying or constituent*", and (d) "*the effects of a suspension on the interests of market end users who are not financial counterparties, such as entities trading in financial instruments to hedge commercial risks*".

[7] Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organizational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive.

According to article 80 paragraph 3, the factors set out in paragraph 2 shall also be taken into consideration where it is resolved to remove a financial instrument on the basis of circumstances not covered by the list of paragraph 1.

The recital of the Commission Delegated Regulation, which expresses the objectives of the regulation, states in paragraph 116 that "*[i]t is necessary to further specify when a suspension or a removal from trading of a financial instrument is likely to cause significant damages to the investor's interest or to the orderly functioning of the market" and that "[c]onvergence in that field is necessary to ensure that market participants in a Member State where trading in financial instruments has been suspended or financial instruments have been removed are not disadvantaged in comparison to market participants in another Member State, where trading is still ongoing*".

5. Evaluation by Oslo Børs of the application for delisting

Oslo Børs does not find any of the circumstances mentioned in the Commission Delegated Regulation article 80 paragraph 1 (a)-(c) to be applicable in this case. However, as mentioned above, it further follows from article 80 paragraph 2 that "*all relevant factors*" shall be considered when determining whether a removal is likely to cause significant damage to the investors' interest or the orderly functioning of the market. In making its decision, Oslo Børs will, among others, consider the percentage of shareholders in favor and disfavor of the delisting, number of shareholders in disfavor, alternative corresponding trading places for the shares and other relevant matters.

The Company has applied for delisting from Oslo Børs following the resolution to apply for delisting at the AGM. At the AGM, more than 93 % of the shares represented voted in favor of the resolution to delist, while 0.87% of the shares represented voted against. In total, 50,447,319 shares were represented at the AGM, equivalent to 70.20% of the outstanding shares in the Company. Apart from the shareholders representing 0.6% of the total share capital voting against the delisting proposal, Oslo Børs is not aware of any additional opposition to the delisting resolution.

Oslo Børs has considered the outcome of the AGM and the considerable support among those represented at the AGM for the delisting. This can be seen as an indication that the majority of shareholders do not view the delisting as a material disadvantage to them. Notwithstanding this, there are still shareholders that have voted in disfavor of the delisting. With respect to this minority, it must be considered what impacts a delisting from Oslo Børs will have and to what extent the interests of those shareholders are sufficiently safeguarded.

Through its practice, Oslo Børs has expressed which considerations are relevant when assessing whether an application for delisting should be accepted. The composition of the shareholder base is relevant when considering the interests of minority shareholders and the disadvantages a delisting would entail. The consideration of institutional investors is given somewhat less weight than the considerations of retail investors, as institutional investors are generally considered to be better positioned to protect and enforce their interests also in a delisted entity. Oslo Børs notes that the Company has a substantial number of minority shareholders still registered with the Norwegian CSD (per 13 May 2024 there were 2340 shareholders) and that many of these shareholders appear to be private investors.

Oslo Børs has considered what impacts a delisting from Oslo Børs will have for shareholder protection and the shareholders' access to information. Following a delisting from Oslo Børs, the Company will no longer be subject to oversight or regulations currently applying to it as an issuer on a Norwegian regulated marketplace. However, the NYSE listing will ensure that the Company is still subject to reporting, disclosure and governance obligations, as well as oversight from the SEC. In Oslo Børs opinion, the maintained listing on the NYSE ensures that shareholders in the Company will still have access to a regulated market where their interests are safeguarded and where they will still be provided with relevant information regarding the Company.

Oslo Børs has also considered to what extent a delisting from Oslo Børs potentially may impact liquidity in the shares. The shares are currently being traded on a daily basis on Oslo Børs, with an average daily turnover of approx. NOK 26 500 000 in the shares for the period Jan-May 2024. While this indicates that there is liquidity in the shares on Oslo Børs, comparable figures for the NYSE shows that the NYSE accounted for around 90 % of the total trading volume, with an average daily trading volume of approx. USD 22 834 078 for the same period. Additionally, the company has in an e-mail dated 16 May 2024 informed that the number of shares currently trading at the OSE is 16,360,299 out of 74,060,628, i.e. a portion equal to approximately 22%. As the company intends to remain being listed on NYSE, Oslo Børs has not given decisive weight that the shareholders will no longer be able to trade their shares on Oslo Børs should the Company be delisted.

For shareholders holding shares through the Norwegian CSD, a delisting from Oslo Børs will entail that they will either have to divest their shares or migrate the shares to the DTC. Oslo Børs has therefore specifically considered to what extent the company is planning to assist shareholders with the migration of shares and whether the shareholders will have sufficient time to adjust to a delisting. Oslo Børs notes that the company is not planning to cover the costs that shareholders will incur when migrating their shares. However, the Company has argued that such costs are relatively small, meaning that this should not be prohibitive for most shareholders that are considering migrating their shares. Oslo Børs also notes that the Company will be working with its cross border agent, DNB Bank ASA, to accommodate a smooth transition for shareholders wanting to migrate their shares from the Norwegian CSD to the DTC.

With respect to the time given to shareholders to adjust to a delisting, Oslo Børs notes that shareholders were notified about the intention to delist in the AGM notice dated 21 March 2024. As such, the intention to delist has been known for some time. Oslo Børs further notes that the Company intends to maintain its registration in the Norwegian CSD for a period of at least 12 months after the delisting. During such period, shareholders holding shares through the Norwegian CSD may continue to trade their shares via a Norwegian broker with other investors that have access to the Norwegian CSD. This will provide time for shareholders to carry out the migration to the DTC or alternatively, to divest their shares. The interests of the shareholders are also taken into account by Oslo Børs setting the delisting date sometime after the resolution, ensuring that the shareholders are given time to comply and adjust to the delisting, and also take necessary actions to transfer shares to the DTC if that is preferred by such shareholders.

After having considered all aspects of the case, Oslo Børs is of the view that a delisting of the Company's shares cannot be expected to cause material disadvantage for the shareholders of the Company or for the market's duties and function. Thus, Oslo Børs has resolved to approve the Application.

In accordance with the Oslo Rule Book II section 2.11.2 (6), and the established practice of Oslo Børs, the effective date of the delisting is set after a certain delay in order to give shareholders sufficient time to adjust to the fact that the shares will no longer be listed on Oslo Børs. Oslo Børs finds that a last day of listing on 9 September 2024 will be appropriate, giving the shareholders approximately three months to adjust to the fact that the shares will no longer be listed on Oslo Børs.

6. Resolution

Oslo Børs has made the following resolution:

"*The shares in Seadrill will be delisted from the Oslo Stock Exchange as of 10 September 2024. The last day of listing will be 9 September 2024."*

This decision can be appealed to the Appeals Committee within two weeks, cf. the Securities Trading Regulations section 12-5.

2.2.3 Astrocast - Resolution to delist the shares from Euronext Growth Oslo, 19.06.2024

1. Introduction

We refer to a letter dated 30 May 2024 (the **"Application"**) sent by Advokatfirmaet Selmer AS on behalf of Astrocast SA ("**Astrocast**" or the "**Company**") wherein the Company applies for delisting of the Company's shares from Euronext Growth Oslo in accordance with Euronext Growth Oslo Rule Book II (the "**Rule Book II**") section 3.17.2 (2). Additional information was provided by the Company on 6 June and on 10 June 2024.

2. Background and basis for application

Background

Astrocast is a company incorporated in Switzerland providing satellite communication services. The Company has been admitted to trading on Euronext Growth Oslo since 25 August 2021.

According to its annual financial statements and the first half report for 2023, the Company is in a prolonged, difficult financial situation. On 12 April 2024, the Company published an announcement on NewsWeb stating that "material uncertainty exists that may cast significant doubt about the Company's ability to continue as a going concern" and further that the Company was planning to delist from Euronext Growth Oslo.

On 19 April 2024, Oslo Børs received a delisting application from the Company (the "**Initial Application**"). In the Initial Application the Company stated that, because of the urgency of its financial situation, it did not have time to conduct a formal general meeting and that it was therefore unable to provide a formal general meeting resolution in favour of the delisting. As a remedying measure, the Company had collected written statements in support of the delisting from

shareholders holding approximately 70 % of the outstanding shares of the Company (the "**Written Statements**"). On this basis, the Company argued that Oslo Børs should make an exception from the requirement to provide a general meeting resolution in favour of the delisting. However, after assessing all facts of the case, Oslo Børs rejected the Initial Application on 26 April 2024 mainly on the basis that the general meeting of the Company had not passed a resolution in support of the delisting, as is generally required according to Section 3.17.2 (2) of Rule Book II.

On 1 May 2024, the Company called for an extraordinary general meeting with the proposal to approve delisting of the Company. The extraordinary general meeting was later held on 28 May 2024 (the "**EGM**"), where it was resolved to apply for the Company's shares to be delisted from Euronext Growth Oslo. Following the resolution at the EGM, Oslo Børs received the updated Application dated 30 May 2023.

Basis for the Application

In the Application, Astrocast states that it is in a dire financial situation, with its liabilities surpassing its assets, and that there is a material uncertainty about the Company's ability to continue as a going concern. Although the Company states that its board of directors and management have been actively working on reducing the over-indebtedness and securing financing of the Company, this ongoing work has to date not resulted in a solution which can improve the Company's situation within an appropriate timeframe. Consequently, the Company states that it is critical for the Company's future to attract additional funding or raise necessary financing through collaborations with third parties related to the development and/or commercialization of its products within a short period of time. Should the Company's lack of funding continue further in time, the Company states that it will move towards a situation where the Board of Directors must assess its obligations to close operations and declare bankruptcy.

The Company states that it has had previous discussions with certain investors regarding a restructuring by way of accordion. However, according to the Company, such discussions were brought to a stop based on the uncertain timeline and visibility of obtaining a delisting. The Company has since continued discussions with other potential investors but claims that it is a recurring subject that investors require a delisting and/or do not have it within their investment mandate to invest in publicly traded companies. Consequently, the Company is of the opinion that the current listing on Euronext Growth Oslo is imposing a significant restriction for the Company's ability to secure the type of financing which is potentially available to it. If the Company is not delisted, it believes it is likely that it will not be able to obtain necessary financing and that bankruptcy is expected.

In the Application, Astrocast provides the following arguments as basis for the delisting:

The Company is in immediate need for external financing and the Company has found that its status as a publicly listed company is imposing a significant restriction on the ability to secure the type of financing which is potentially available to the Company.

> The Company's financial situation requires it to assess all cost reducing measures, including delisting.

> The Company refers to that it no longer fulfills the listing requirements. Firstly, it states that its current financial situation means that it is not suitable for continued public trading. It further refers to low liquidity in its shares and that the shares are subject to price uncertainty. As a supporting argument, the Company reminds that the shares are currently placed in Recovery Box pursuant to Rule Book II item 3.8.2, based on circumstances that make pricing of the shares particularly uncertain.

> A majority of shareholders have shown support for the delisting, cf. the Written Statements and the result at the EGM.

> Publications containing information about the potential delisting of the Company have been made on NewsWeb on 12 April, 19 April, 26 April and 28 May 2024. In addition, an EGM notice regarding the potential delisting was distributed electronically and notified in letters to shareholders and the calling of the EGM was published in the Swiss Official Gazette of Commerce (SOGC). As such, the Company argues that all shareholders have been made aware of the potential delisting and have been given ample time to assess their holding of shares in the company, including whether to sell their shares.

> Regardless of having publicly communicated its intention to delist from Euronext Growth Oslo, the Company states that no shareholders have opposed the delisting.

> The Company argues that shareholders have a limited interest in remaining listed. With respect to minority shareholders in opposition of delisting, the Company is of the opinion that these shareholders does not have a substantial interest in maintaining the listing. Firstly, the Company holds that, due to the Company's financial situation, most shareholders have already lost the main parts of their investment. Taking this into account, the Company states that the interests of shareholders in a continued listing becomes somewhat secondary to the Company's own interests. Secondly, as the Company believes it is likely to go bankrupt if it remains listed, the Company states that a delisting is the only way of saving any remaining value for shareholders. Therefore, the Company believes that a delisting is in the best interest of shareholders.

In addition to the above arguments, the Company has argued that threshold for delisting from Euronext Growth Oslo (previously called Merkur Market) is lower than on the main list of Oslo Børs. In support of this argument, the Company has referred to the following statement in appendix 1 section 2.4.12 of the 2015 Oslo Børs Circular:

"*Det legges videre opp at strykningssøknader generelt vil bli tatt til følge dersom kravene i regelverket for strykning er oppfylt. En strykningssøknad vil således lettere bli tatt til følge på Merkur Market enn på Oslo Børs.*"

3. Holding of the EGM

Notice of the EGM

A notice regarding the EGM was distributed to shareholders on 1 May 2024. In accordance with Swiss law and the Articles of Association of Astrocast, a notice to shareholders was published through the Swiss Official Gazette of Commerce (SOGC). In addition, Astrocast has explained that its account manager (DNB) delivered electronic notification to all shareholder that had opted to receive electronic notification in the VPS system. For the rest of the VPS list that requested

a physical mail, notification was sent via regular mail directly from Astrocast. This combined process was carried out to all shareholders of Astrocast to make sure all shareholders were notified about the EGM. On the same day, the Company published an announcement on NewsWeb informing shareholders that it had called for an extraordinary general meeting to be held.

Results from the EGM

At the EGM held on 28 May 2024, it was resolved to apply for the delisting:

> On the date of the AGM, there were a total of 39,660,908 shares issued by the Company, whereof 10 691 895 (approx. 26.9 %) shares were present or validly represented at the AGM.

> 10 691 895 votes were cast in favour of the proposal to delist, meaning that the proposal was adopted by 100% of the votes cast at the EGM.

The Company has confirmed that the EGM was validly called and conducted in accordance with Swiss law and that the articles of association of the Company does not provide for an attendance quorum. The Company has further confirmed that the resolution at the EGM was passed with the same majority as required for changes to its articles of association (two-thirds majority of the votes represented at a general meeting).

The Company has informed that proxy forms representing at least 9 574 503 shares were received in addition to the above registered participation. However, due to a formality[8] regarding these proxy forms, the votes relating to these shares were not recorded at the EGM. Still, the Company has explained that all such votes were in favour of the delisting. If these non-recorded votes were to be taken into account, more than 50% of the total number of shares of the Company were in favour of the delisting resolution at the EGM.

4. Legal background

The Securities Trading Act section 12-3, first paragraph, states:

"*The operator of an MTF or organised trading facility may suspend or remove from trading on the facility a financial instrument which no longer complies with the facility's conditions or rules. However, this shall not apply if suspension or removal of the instrument would be likely to cause significant detriment to the holders of the instrument or the facility's tasks and functioning.*"

[8] The Company informs that their shares are primarily recorded in the Swiss CSD, and that the VPS registration is recorded through a CSD-link to the Swiss CSD. DNB, being the account manager of the Company, is recorded in the Swiss CSD as holder of all VPS registered shares. The voting for VPS-registered shares at the general meeting is carried out by the beneficial owners of VPS shares providing instructions to DNB on how they wish to vote. DNB, in turn, based on instructions received and acting as principal for these shares instructs an independent proxy present at the general meeting to vote for the relevant VPS shares. Therefore, in order for DNB to be able to cast votes, correct and timely information must be received from the beneficial shareholders. In some cases, the shares are held through nominee accounts, which adds one or more additional "layer" between the beneficial shareholder and DNB. With respect to the 9 574 503 shares that were not recorded at the EGM, the Company has explained that the beneficial shareholders provided their votes to their custodian, but that such custodians failed to forward the necessary confirmations to DNB in time for the general meeting. While the votes were not formally recorded at the EGM, the Company have insight into the votes that such beneficial shareholders provided, and on that basis they have informed Oslo Børs that the beneficial shareholders of those 9 574 503 shares voted in favour of delisting.

Furthermore, Rule Book II section 3.17.2 (1) and (2) states that:

"*(1) Oslo Børs can remove financial instruments issued by the Issuer from trading if they no longer satisfy the rules or conditions for Euronext Growth Oslo, unless such removal would be likely to cause significant detriment to the investors' interests or the facility's tasks and functioning.*

(2) The Issuer may apply to Oslo Børs to have its Shares removed from trading on Euronext Growth Oslo if a general meeting has passed a resolution to this effect with the same majority as required for changes to its articles of association."

These provisions involve a high degree of discretion. Through former practice, Oslo Børs and the Stock Exchange Appeals Committee (the "**Appeals Committee**") (*Nw. Børsklagenemda*) have demonstrated which considerations that are considered relevant for evaluating whether an application for delisting should be approved. Decisions on applicatioEuronens for delisting that are not supported by all shareholders will depend on balancing and evaluating the arguments for and against delisting. Consequently, a discretionary balancing of the Company's interest represented by the majority's interest in delisting must be carried out against the minority shareholders' interest in continued listing. Assessments of this nature should consider factors such as liquidity, the market's duties and function, and the market's integrity. In this context, one factor is whether the Company satisfies the conditions for admission to listing.

Oslo Børs' practice has assumed that the interests of minority shareholders must be given special consideration in the discretionary assessment of such cases, and a strict practice has been followed. However, the circumstances of each individual case must be considered as part of the overall evaluation.

In 2014, the EU adopted rules revising the MiFID framework, consisting of a directive ("**MiFID II**") and a regulation ("**MiFIR**"). New rules in the Securities Trading Act implementing MiFID II in Norway entered into force on 1 January 2019. Further, MiFIR and the Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565[9] ("**Commission Delegated Regulation**"), were implemented into Norwegian law with effect from 1 January 2020 through incorporation in the Securities Trading Act section 8-1 and the Securities Trading Regulations section 2-2, respectively.

Article 80 of the Commission Delegated Regulation sets out circumstances constituting significant damage to investors' interests and the orderly functioning of the market. It follows from article 80 paragraph 1 that "*a removal from trading of a financial instrument shall be deemed likely to cause significant damage to investors' interests or the orderly functioning of the market*" at least where (a) "*it would create a systemic risk undermining financial stability, such as where the need exists to unwind a dominant market position, or where settlement obligations would not be met in a significant volume*", (b) "*the continuation of trading on the market is necessary to perform critical post-trade risk management functions when there is a need for the liquidation of financial instruments due to the default of a clearing member under the default procedures of a CCP and a CCP would be exposed to unacceptable risks as a result of an inability to calculate margin requirements*", and (c) "*the financial viability of the issuer would be threatened, such as where it is involved in a corporate transaction or capital raising*".

[9] Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organizational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive.

Further, it follows from article 80 paragraph 2 that all relevant factors shall be considered when determining whether a removal is likely to cause significant damage to the investors' interest or the orderly functioning of the market, including (a) "*the relevance of the market in terms of liquidity where the consequences of the action are likely to be more significant where those markets are more relevant in terms of liquidity than in other markets*", (b) "*the nature of the envisaged action where actions with a sustained or lasting impact on the ability of investors to trade a financial instrument on trading venues, such as removals, are likely to have a greater impact on investors than other actions*", (c) "*the knock-on effects of a suspension or removal of sufficiently related derivatives, indices or benchmarks for which the removed or suspended instrument serves as an underlying or constituent*", and (d) "*the effects of a suspension on the interests of market end users who are not financial counterparties, such as entities trading in financial instruments to hedge commercial risks*".

According to article 80 paragraph 3, the factors set out in paragraph 2 shall also be taken into consideration where it is considered to remove a financial instrument on the basis of circumstances other than those covered by the list of paragraph 1.

The recital of the Commission Delegated Regulation, which expresses the objectives of the regulation, states in paragraph 116 that "*[i]t is necessary to further specify when a suspension or a removal from trading of a financial instrument is likely to cause significant damages to the investor's interest or to the orderly functioning of the market" and that "[c]onvergence in that field is necessary to ensure that market participants in a Member State where trading in financial instruments has been suspended or financial instruments have been removed are not disadvantaged in comparison to market participants in another Member State, where trading is still ongoing*".

5. Evaluation by Oslo Børs of the application for delisting

Oslo Børs has reviewed the Application and considered all arguments provided by the Company against the legal background stated above. In practice, Oslo Børs' assessment of a delisting application will be largely the same regardless of whether the Company is listed on the main list of Oslo Børs or Euronext Growth Oslo.

Oslo Børs does not find any of the circumstances mentioned in the Commission Delegated Regulation article 80 paragraph 1 (a)-(c) to be applicable in this case. However, as mentioned above, it further follows from article 80 paragraph 2 cf. paragraph 3 that "all relevant factors" shall be considered when determining whether a removal is likely to cause significant damage to the investors' interest or the orderly functioning of the market.

The Company has applied for delisting from Oslo Børs following the resolution to apply for delisting at the EGM, which was passed with favorable votes from all shares represented at the EGM. Taking into account (i) the result at the EGM and that (ii) changing the Company's articles of association requires two-thirds majority of the votes represented at a general meeting, Oslo Børs notes that the majority requirement in Rule Book II section 3.17.2 (2) seems to have been met.

In making its decision, Oslo Børs will, among others, consider the percentage of shareholders in favor and disfavor of the delisting. The Company has in the Application referred to that a majority of shareholders are in favor of delisting. Oslo Børs notes that, because of the registered attendance at the EGM being approx. 26.9 %, the result at the EGM does not in itself support such a statement.

Oslo Børs has however also assessed other factors which, when seen in conjunction, gives reason to assume that a majority of shareholders support the delisting. Firstly, Oslo Børs has considered that the Company submitted the Written Statements through which shareholders holding approx. 70 % of the registered share capital have shown their support towards the delisting. Secondly, it has been considered that, according to the Company, there have been no shareholders opposing the delisting even though shareholders have been made aware of the intention to delist via EGM notice and via announcements on NewsWeb.

While Oslo Børs notes that there seems to be substantial support for delisting from the shareholders, the Company has not documented or claimed that all shareholders supports the delisting. Decisions on applications for delisting that are not supported by all shareholders will depend on a discretionary balancing of the Company's interest represented by the majority's interest in delisting against the minority shareholders' interest in continued listing. With respect to the interests of the minority of shareholders, Oslo Børs has specifically considered the composition of shareholders in the Company. The composition of the shareholder base is relevant when considering the interests of minority shareholders and the disadvantages a delisting would entail. The consideration of institutional investors is given somewhat less weight than the considerations of retail investors, as institutional investors are generally considered to be better positioned to protect and enforce their interests also in a delisted entity. Oslo Børs notes that the Company has a substantial number of private persons as shareholders, which are generally assumed to be retail investors, and further that the majority of these investors were not represented at the EGM.

Oslo Børs has considered what negative impacts a delisting from Euronext Growth Oslo will have for shareholders. The Commission Delegated Regulation article 80 paragraph 2 (b) refers to "the nature of the envisaged action where actions with a sustained or lasting impact on the ability of investors to trade a financial instrument on trading venues, such as removals, are likely to have greater impact on investors than other actions". In Oslo Børs' view, the action, i.e. delisting from Euronext Growth Oslo, is likely to have sustained and lasting impact on the ability of investors to trade the financial instrument on a regulated trading venue. Oslo Børs is of the opinion that a delisting generally will represent disadvantage for the holders of the Company's financial instruments as this implies that investors will lose the benefits from organized trading, such as the Company's disclosure obligations, financial reporting, and investor protection. This will accordingly be consequences for the shareholders of the Company if the shares are removed from trading on Euronext Growth Oslo. Oslo Børs understands that a delisting of the Company will have negative consequences for the shareholders in terms of the flow of information from the Company. However, the general consequences and disadvantages for the shareholders of a delisting, such as less disclosure and not being able to trade the shares on a regulated marketplace, do not entail that Oslo Børs cannot remove a financial instrument from trading if Oslo Børs finds that the issuer is no longer suitable for trading in accordance with applicable rules and regulations.

According to Rule Book II section 2.1.2.1 (2) Oslo Børs may "on the basis of an overall assessment of the suitability of an Issuer and its Shares, decide against admitting the Shares to trading if Oslo Børs is of the view that this is appropriate in order to protect the interests of investors, the general confidence in the stock market and the securities market, or based on any other appropriate grounds pursuant to Rule 3.7.3 in Rule Book Part I". Where a company is already admitted to trading and later files for delisting, Oslo Børs will apply a similar assessment in order to consider whether the issuer and its shares are suitable for continued

listing. In such assessment, Oslo Børs will emphasise several factors, including whether the company has a satisfactory financial situation, whether there is still interest in the market for the shares and whether the company has sufficient expertise and resources to comply with reporting and disclosure requirements which applies to it as a listed entity.

In its suitability assessment, Oslo Børs puts high emphasis on the liquidity situation of the Company. According to Euronext Growth Oslo Rule Book II section 2.1.3.1, a requirement for admission to trading is that the company must have sufficient liquidity to continue its business activities in accordance with its planned scale of operation for at least 12 months from the planned date of admission to trading. The Company states that it is in a "dire financial situation" and that there is an immediate risk of bankruptcy unless the Company receives external financing. The Company further states that the investors that could contribute with capital for the survival of the Company require a delisting and/or are also restricted from invested in publicly traded shares, meaning that the Company is restricted from bettering its liquidity while remaining listed. Based on this information, Oslo Børs is of the opinion that the Company does not meet the liquidity requirements expected of a company listed on Euronext Growth Oslo.

When considering whether a company is suitable for listing, Oslo Børs also considers whether there is public interest in the company. In this context, Oslo Børs considers *inter alia* the market value of the shares and whether there is regular trading in the shares. According to Euronext Growth Oslo Rule Book II section 2.1.3.1, the shares for which admission to trading is applied for must have an expected market value at the time they are admitted to trading of at least NOK 1 per share. The Company does currently not meet this requirement, as its shares are currently trading for NOK 0,20 per share (as per closing on 7 June 2020). Thus, the Company's share price does not satisfy the minimum requirements of a company listed on Euronext Growth Oslo. The trading price for the shares has dropped considerably compared to the issue price of NOK 29,16 per share. Further to this, the Company refers to low liquidity in the shares. Oslo Børs notes that the liquidity in the shares has been low in 2024 compared to 2023. For 2023, the average daily trading volume in the shares was approx. NOK 300,000 with an average of 44 daily trades, while so far in 2024, the average daily trading volume has been approx. NOK 50,000 with an average of 16 daily trades. The drop in trading price and decreased liquidity may indicate that there is reduced public interest in the Company and also generally means that there will be lower consequences for shareholders if the shares are delisted. Taking into account that the Company has stated that it is dependent on external financing in order to continue its business and further that its access to external financing is contingent on a delisting, it is unlikely that the Company will be of increased public interest if the Company remains listed.

When assessing the suitability of a company, Oslo Børs will specifically assess whether the issuer has sufficient "*expertise and resources to satisfy the requirements for the correct and timely management and distribution of information, including submission of financial accounts in accordance with applicable laws and regulations*", see Rule Book II section 2.1.4.1. The Company is currently in breach with its obligation to publicly disclose its annual report and is as a result placed in Penalty Bench in accordance with section 3.8.3 of the Rule Book II . Taking this into account, including that the Company has been placed in Penalty Breach also on several previous occasions, Oslo Børs questions whether the Company has sufficient expertise and resources to comply with applicable reporting and disclosure requirements.

Summary and conclusion

There are several significant elements in the assessment of the delisting application, and Oslo Børs considers in this case the core element to be a balance between the consideration of the Company's minority shareholders against the Company's interest in being delisted.

Oslo Børs has in this case put decisive emphasis on the fact that the Company seems to have a strong interest in a delisting, both taking into account that the Company states that it is very near to bankruptcy, that its continued operations is contingent on external financing and that the status as a listed entity prevents it from receiving such external financing.

Oslo Børs has also considered the interests of shareholders in a continued listing, but has not found such interests to be decisive. Even though the Company's plans to delist was made public via NewsWeb on 12 April 2024 and has been mentioned in several announcements on NewsWeb since, Oslo Børs is not aware of any shareholders having objected to the listing. Also, as the Company's future seems to be contingent on a delisting and that the public interest in the shares seems to be significantly reduced, Oslo Børs finds the interests of shareholders in a continued listing to be limited. To the extent that there is a certain interest in continued listing, Oslo Børs finds that such interests are covered by setting the delisting date some time after the resolution, which ensures that the shareholders are given some time to comply and adjust to the delisting.

After having considered all aspects of the case, Oslo Børs is of the view that a delisting of the Company's shares cannot be expected to cause material disadvantage for the shareholders of the Company or for the market's duties and function. Thus, Oslo Børs has resolved to approve the Company's application for delisting from Oslo Børs.

In accordance with the Rule Book II section 3.17.2 (6), and the established practice of Oslo Børs, the effective date of the delisting is set after a certain delay in order to give shareholders sufficient time to adjust to the fact that the shares will no longer be listed on Oslo Børs. Oslo Børs finds that a last day of listing on 19 August 2024 will be appropriate, giving the shareholders approximately two months to adjust to the fact that the shares will no longer be listed on Oslo Børs.

6. Resolution

Oslo Børs has made the following resolution:

"*The shares in Astrocast SA will be delisted from the Oslo Stock Exchange as of 20 August 2024. The last day of listing will be 19 August 2024."*

This decision can be appealed to the Euronext Growth Oslo Appeals Committee within two weeks, cf. Rule Book II section 3.20.

2.2.4 SAS AB – Conditional resolution to delist the company's shares from admittance to trading on Euronext Oslo Børs, 25.07.2024

1. Introduction

Please refer to the e-mail dated 19 July 2024 whereby Advokatfirmaet Schjødt AS on behalf of SAS AB ("SAS" or the "Company") applies for the Company's shares to be delisted from admittance to trading on Euronext Oslo Børs in accordance with Euronext Oslo Rule Book II section 2.11.2 (3).

2. Background and basis for application

According to the application, SAS has filed a plan of reorganization (the "Plan") with the Stockholm District Court (the "Court") for the reorganization process, which in all material respects mirrors the outcome of SAS' Chapter 11 plan approved by the U.S. Bankruptcy Court on 19. March 2024. On 19 July 2024 the Court ruled to approve the Plan, including among other things, (i) the cancellation of all existing listed common shares and (ii) the issuance of new (unlisted) subordinated shares to the Company's new investors and certain unsecured creditors that will receive shares on account of their claims against the Company and certain subsidiaries. It is mentioned that the cancellation of the existing common shares is a consequence of the "absolute priority rule" under both U.S. and Swedish Insolvency law. The cancellation will be carried out through a reduction of the share capital in combination with a redemption of all existing common shares (for zero consideration to the existing shareholders) in accordance with the rules of the Swedish Companies Act (Sw.: aktiebolagslagen 2005:551).

It is further stated that in order to comply with the absolute priority rule and to otherwise allow for certain reorganization measures (e.g. the redemption of existing shares and the issuance of new shares), the Swedish Company Reorganization Law (Sw.: lag (2022:964) om företagsrekonstruksjon) explicitly takes priority over certain provisions in the Swedish Companies Act by stating that the reorganization plan approved by the affected parties (or a sufficiently majority of the voting classes) and ultimately confirmed by the court, in a few specific aspects (including for the corporate actions mentioned above, but not in respect of e.g. a delisting) is deemed to have the same effect as a resolution by the general meeting of shareholders. Consequently, no general meeting is required under Swedish law or will otherwise be convened in this case to resolve on the corporate actions mentioned above (including the cancellation of the existing common shares).

It is further stated that the Court's decision to approve the plan is subject to an initial 3-week appeal period. If the court's decision is not appealed, the Plan will enter into legal force upon the expiry of the initial appeal period. If the Court's decision is appealed, the Plan will enter into legal force once a decision by the relevant Court of Appeal confirming the Court's decision to approve the Plan has become final and binding. The duration of such potential appeal process will depend of the substance and outcome of the appeal.

It is further stated that once the Plan has entered into legal force, it becomes definitive that all existing common shares of SAS (the "Shares") will ultimately be cancelled without consideration to the existing shareholders. It is SAS' view that the listings on Nasdaq Stockholm, Euronext Oslo Børs and Nasdaq Copenhagen should be discontinued as a consequence of the Plan entering into legal force, and

the cancellation of all Shares inherent thereto and that the delisting should become effective simultaneously on the exchanges.

The delisting application is made on behalf of the board of directors of SAS pursuant to Euronext Oslo Rulebook II, clause 2.11.2 (3). SAS recognizes that said regulation presumes that the issuer's shareholders' meeting has approved the delisting and applies for an exemption from said requirement pursuant to the third sentence of the same provision.

The Company proposes that, as the reorganization process is completed but not yet gained full legal force, Euronext Oslo Børs resolves to delist the shares on condition that the Plan enters into legal force, which will occur once the decision by the Court or the relevant Court of Appeal approving the Plan becomes final and binding under Swedish law (the "Condition"). The Condition is identical for the delisting applications submitted to all three exchanges.

3. Legal background

The Securities Trading Act section 12-3, first paragraph, states:

> *"A market operator may suspend or remove from trading on the regulated market a financial instrument which no longer complies with the regulated market's terms and conditions. The market operator may nonetheless not suspend or remove a financial instrument from the regulated market if this would be likely to cause significant damage to the holders of the instrument or the roles and functioning of the market."*

Euronext Oslo Rulebook II section 2.11.2 (3) specifies that

> *"An Issuer with shares admitted to trading on Euronext Oslo Børs or Euronext Expand may apply to Euronext Oslo Børs to have its shares delisted if a general meeting has passed a resolution to this effect with the same majority as required fo9r changes to the articles of association. Euronext Oslo Børs makes the final decision on delisting. Euronext Oslo Børs may in special circumstances grant an exemption from the first sentence."*

The provisions involve a high degree of discretion and the circumstances of each individual case must be considered as part of the overall evaluation made by Euronext Oslo Børs.

In 2014, the EU adopted rules revising the MiFID framework, consisting of a directive ("**MiFID II**") and a regulation ("**MiFIR**"). New rules in the Securities Trading Act implementing MiFID II in Norway entered into force on 1 January 2019. Further, MiFIR and the Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565[10] ("**Commission Delegated Regulation**"), were implemented into Norwegian law with effect from 1 January 2020 through incorporation in the Securities Trading Act section 8-1 and the Securities Trading Regulations section 2-2, respectively.

Article 80 of the Commission Delegated Regulation sets out circumstances constituting significant damage to investors' interests and the orderly functioning of the market. It follows from article 80 paragraph 1 that "*a removal from trading of a financial instrument shall be deemed likely to cause significant damage to*

[10] Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organizational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive.

investors' interests or the orderly functioning of the market" at least where (a) "*it would create a systemic risk undermining financial stability, such as where the need exists to unwind a dominant market position, or where settlement obligations would not be met in a significant volume*", (b) "*the continuation of trading on the market is necessary to perform critical post-trade risk management functions when there is a need for the liquidation of financial instruments due to the default of a clearing member under the default procedures of a CCP and a CCP would be exposed to unacceptable risks as a result of an inability to calculate margin requirements*", and (c) "*the financial viability of the issuer would be threatened, such as where it is involved in a corporate transaction or capital raising*".

Further, it follows from article 80 paragraph 2 that all relevant factors shall be considered when determining whether a removal is likely to cause significant damage to the investors' interest or the orderly functioning of the market, including (a) "*the relevance of the market in terms of liquidity where the consequences of the action are likely to be more significant where those markets are more relevant in terms of liquidity than in other markets*", (b) "*the nature of the envisaged action where actions with a sustained or lasting impact on the ability of investors to trade a financial instrument on trading venues, such as removals, are likely to have a greater impact on investors than other actions*", (c) "*the knock-on effects of a suspension or removal of sufficiently related derivatives, indices or benchmarks for which the removed or suspended instrument serves as an underlying or constituent*", and (d) "*the effects of a suspension on the interests of market end users who are not financial counterparties, such as entities trading in financial instruments to hedge commercial risks*".

According to article 80 paragraph 3, the factors set out in paragraph 2 shall also be taken into consideration where it is resolved to remove a financial instrument on the basis of circumstances not covered by the list of paragraph 1.

The recital of the Commission Delegated Regulation, which expresses the objectives of the regulation, states in paragraph 116 that "*[i]t is necessary to further specify when a suspension or a removal from trading of a financial instrument is likely to cause significant damages to the investor's interest or to the orderly functioning of the market" and that "[c]onvergence in that field is necessary to ensure that market participants in a Member State where trading in financial instruments has been suspended or financial instruments have been removed are not disadvantaged in comparison to market participants in another Member State, where trading is still ongoing*".

4. Evaluation by Euronext Oslo Børs of the application for delisting

Oslo Børs has considered whether a delisting would not be supported by the relevant rules in MiFiD II and MiFiR. As the shares impacted will be cancelled as a consequence of a court order, Euronext Oslo Børs is of the opinion that these are not relevant.

Euronext Oslo Børs has also considered whether the delisting would be in accordance with the Securities Trading Act section 12-3, first paragraph. As the shares in question will be cancelled as a consequence of a court order, Euronext Oslo Børs is of the opinion that a delisting will be in accordance with the abovementioned rules.

Euronext Oslo Børs has further considered whether an exemption from requiring a resolution on a general meeting may be granted. As described in the application, the restructuring process is governed by SAS Chapter 11 plan approved by the

U.S. Bankruptcy Court on 19. March 2024 and the reorganization process approved by the Court. Part of this Plan is that all existed listed common shares are cancelled as it is a consequence of the "absolute priority rule" under both U.S. and Swedish Insolvency law. It is further specified that no general meeting is required under Swedish law or will otherwise be convened in this case to resolve on the corporate actions mentioned above. Based on this, it is the understanding of Euronext Oslo Børs that the cancellation of the shares is expected to come into force regardless of any quorum in a general meeting, on condition that the Plan enters into legal force. Based on this, Euronext Oslo Børs is of the view that an exemption may be granted.

5. Resolution

Euronext Oslo Børs has on 25 July 2024 made the following resolution:

"The shares in SAS AB will be delisted from the Euronext Oslo Børs subject to SAS AB submitting satisfactory documentation with respect to that the plan of reorganization that has been approved by the Stockholm District Court becomes final and enforceable under Swedish law (i.e. after the expiry of any relevant appeal procedures). Euronext Oslo Børs will thereafter decide and publish the last day of trading."

This decision can be appealed to the Stock Exchange Appeals Committee within two weeks, cf. the Securities Trading Regulations section 12-5.

2.2.5 SAS AB – Conditional resolution to delist the company's shares from admittance to trading on Euronext Oslo Børs, 25.07.2024

1. Introduction

Please refer to the e-mail dated 19 July 2024 whereby Advokatfirmaet Schjødt AS on behalf of SAS AB ("SAS" or the "Company") applies for the Company's shares to be delisted from admittance to trading on Euronext Oslo Børs in accordance with Euronext Oslo Rule Book II section 2.11.2 (3).

2. Background and basis for application

According to the application, SAS has filed a plan of reorganization (the "Plan") with the Stockholm District Court (the "Court") for the reorganization process, which in all material respects mirrors the outcome of SAS' Chapter 11 plan approved by the U.S. Bankruptcy Court on 19 March 2024. On 19 July 2024 the Court ruled to approve the Plan, including among other things, (i) the cancellation of all existing listed common shares and (ii) the issuance of new (unlisted) subordinated shares to the Company's new investors and certain unsecured creditors that will receive shares on account of their claims against the Company and certain subsidiaries. It is mentioned that the cancellation of the existing common shares is a consequence of the "absolute priority rule" under both U.S. and Swedish Insolvency law. The cancellation will be carried out through a reduction of the share capital in combination with a redemption of all existing common shares (for zero consideration to the existing shareholders) in accordance with the rules of the Swedish Companies Act (Sw.: aktiebolagslagen 2005:551).

It is further stated that in order to comply with the absolute priority rule and to otherwise allow for certain reorganization measures (e.g. the redemption of existing shares and the issuance of new shares), the Swedish Company Reorganization Law (Sw.: lag (2022:964) om företagsrekonstruksjon) explicitly takes priority over certain provisions in the Swedish Companies Act by stating that the reorganization plan approved by the affected parties (or a sufficiently majority of the voting classes) and ultimately confirmed by the court, in a few specific aspects (including for the corporate actions mentioned above, but not in respect of e.g. a delisting) is deemed to have the same effect as a resolution by the general meeting of shareholders. Consequently, no general meeting is required under Swedish law or will otherwise be convened in this case to resolve on the corporate actions mentioned above (including the cancellation of the existing common shares).

It is further stated that the Court's decision to approve the plan is subject to an initial 3-week appeal period. If the court's decision is not appealed, the Plan will enter into legal force upon the expiry of the initial appeal period. If the Court's decision is appealed, the Plan will enter into legal force once a decision by the relevant Court of Appeal confirming the Court's decision to approve the Plan has become final and binding. The duration of such potential appeal process will depend of the substance and outcome of the appeal.

It is further stated that once the Plan has entered into legal force, it becomes definitive that all existing common shares of SAS (the "Shares") will ultimately be cancelled without consideration to the existing shareholders. It is SAS' view that the listings on Nasdaq Stockholm, Euronext Oslo Børs and Nasdaq Copenhagen should be discontinued as a consequence of the Plan entering into legal force, and the cancellation of all Shares inherent thereto and that the delisting should become effective simultaneously on the exchanges.

The delisting application is made on behalf of the board of directors of SAS pursuant to Euronext Oslo Rulebook II, clause 2.11.2 (3). SAS recognizes that said regulation presumes that the issuer's shareholders' meeting has approved the delisting and applies for an exemption from said requirement pursuant to the third sentence of the same provision.

The Company proposes that, as the reorganization process is completed but not yet gained full legal force, Euronext Oslo Børs resolves to delist the shares on condition that the Plan enters into legal force, which will occur once the decision by the Court or the relevant Court of Appeal approving the Plan becomes final and binding under Swedish law (the "Condition"). The Condition is identical for the delisting applications submitted to all three exchanges.

3. Legal background

The Securities Trading Act section 12-3, first paragraph, states:

"A market operator may suspend or remove from trading on the regulated market a financial instrument which no longer complies with the regulated market's terms and conditions. The market operator may nonetheless not suspend or remove a financial instrument from the regulated market if this would be likely to cause significant damage to the holders of the instrument or the roles and functioning of the market."

Euronext Oslo Rulebook II section 2.11.2 (3) specifies that

"An Issuer with shares admitted to trading on Euronext Oslo Børs or Euronext Expand may apply to Euronext Oslo Børs to have its shares delisted if a general meeting has passed a resolution to this effect with the same majority as required for changes to the articles of association. Euronext Oslo Børs makes the final decision on delisting. Euronext Oslo Børs may in special circumstances grant an exemption from the first sentence."

The provisions involve a high degree of discretion and the circumstances of each individual case must be considered as part of the overall evaluation made by Euronext Oslo Børs.

In 2014, the EU adopted rules revising the MiFID framework, consisting of a directive ("**MiFID II**") and a regulation ("**MiFIR**"). New rules in the Securities Trading Act implementing MiFID II in Norway entered into force on 1 January 2019. Further, MiFIR and the Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565[11] ("**Commission Delegated Regulation**"), were implemented into Norwegian law with effect from 1 January 2020 through incorporation in the Securities Trading Act section 8-1 and the Securities Trading Regulations section 2-2, respectively.

Article 80 of the Commission Delegated Regulation sets out circumstances constituting significant damage to investors' interests and the orderly functioning of the market. It follows from article 80 paragraph 1 that "*a removal from trading of a financial instrument shall be deemed likely to cause significant damage to investors' interests or the orderly functioning of the market*" at least where (a) "*it would create a systemic risk undermining financial stability, such as where the need exists to unwind a dominant market position, or where settlement obligations would not be met in a significant volume*", (b) "*the continuation of trading on the market is necessary to perform critical post-trade risk management functions when there is a need for the liquidation of financial instruments due*

[11] Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organizational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive

to the default of a clearing member under the default procedures of a CCP and a CCP would be exposed to unacceptable risks as a result of an inability to calculate margin requirements", and (c) "*the financial viability of the issuer would be threatened, such as where it is involved in a corporate transaction or capital raising*".

Further, it follows from article 80 paragraph 2 that all relevant factors shall be considered when determining whether a removal is likely to cause significant damage to the investors' interest or the orderly functioning of the market, including (a) "*the relevance of the market in terms of liquidity where the consequences of the action are likely to be more significant where those markets are more relevant in terms of liquidity than in other markets*", (b) "*the nature of the envisaged action where actions with a sustained or lasting impact on the ability of investors to trade a financial instrument on trading venues, such as removals, are likely to have a greater impact on investors than other actions*", (c) "*the knock-on effects of a suspension or removal of sufficiently related derivatives, indices or benchmarks for which the removed or suspended instrument serves as an underlying or constituent*", and (d) "*the effects of a suspension on the interests of market end users who are not financial counterparties, such as entities trading in financial instruments to hedge commercial risks*".

According to article 80 paragraph 3, the factors set out in paragraph 2 shall also be taken into consideration where it is resolved to remove a financial instrument on the basis of circumstances not covered by the list of paragraph 1. The recital of the Commission Delegated Regulation, which expresses the objectives of the regulation, states in paragraph 116 that "*[i]t is necessary to further specify when a suspension or a removal from trading of a financial instrument is likely to cause significant damages to the investor's interest or to the orderly functioning of the market" and that "[c]onvergence in that field is necessary to ensure that market participants in a Member State where trading in financial instruments has been suspended or financial instruments have been removed are not disadvantaged in comparison to market participants in another Member State, where trading is still ongoing*".

4. Evaluation by Euronext Oslo Børs of the application for delisting

Euronext Oslo Børs has considered whether a delisting would not be supported by the relevant rules in MiFiD II and MiFiR. As the shares impacted will be cancelled as a consequence of a court order, Euronext Oslo Børs is of the opinion that these are not relevant.

Euronext Oslo Børs has also considered whether the delisting would be in accordance with the Securities Trading Act section 12-3, first paragraph. As the shares in question will be cancelled as a consequence of a court order, Euronext Oslo Børs is of the opinion that a delisting will be in accordance with the abovementioned rules.

Euronext Oslo Børs has further considered whether an exemption from requiring a resolution on a general meeting may be granted. As described in the application, the restructuring process is governed by SAS Chapter 11 plan approved by the U.S. Bankruptcy Court on 19. March 2024 and the reorganization process approved by the Court. Part of this Plan is that all existed listed common shares are cancelled as it is a consequence of the "absolute priority rule" under both U.S. and Swedish Insolvency law. It is further specified that no general meeting is required under Swedish law or will otherwise be convened in this case to resolve on the corporate actions mentioned above. Based on this, it is the understanding of Euronext Oslo Børs that the cancellation of the shares is expected to come into force regardless of any quorum in a general meeting, on condition that the Plan enters into legal force. Based on this, Euronext Oslo Børs is of the view that an exemption may be granted.

5. Resolution

Euronext Oslo Børs has on 25 July 2024 made the following resolution:

"*The shares in SAS AB will be delisted from the Euronext Oslo Børs subject to SAS AB submitting satisfactory documentation with respect to that the plan of reorganization that has been approved by the Stockholm District Court becomes final and enforceable under Swedish law (i.e. after the expiry of any relevant appeal procedures). Euronext Oslo Børs will thereafter decide and publish the last day of trading.*"

This decision can be appealed to the Stock Exchange Appeals Committee within two weeks, cf. the Securities Trading Regulations section 12-5.

2.2.6 Salmones Camanchaca S.A – Resolution to delist the NDR's from Euronext Oslo, 27.08.2024

1. Introduction

On behalf of Salmones Camanchaca S.A. ("**Salmones**" or the "**Company**"), the law firm Thommessen submitted a delisting application in a letter dated 7 August 2024. The application concerns the Company's Norwegian Depositary Receipts ("**NDRs**") and was submitted in accordance with Section 2.11.2(3) of the Oslo Rule Book II. Further information was provided by the Company in an email to Euronext Oslo Børs on 15 August 2024.

At an extraordinary general meeting of shareholders of the Company held on 29 July 2024 (the "**EGM**"), the shareholders passed a resolution to approve the cancellation of the transaction programme for the Securities and to apply for the Company`s NDRs to be delisted from Euronext Oslo Børs in accordance with the Securities Trading Act § 12-3 (1), cf. Oslo Rule Book II section 2.11.2 (3).

2. Background and basis for application

Salmones is a company incorporated in Chile dedicated to the commercialization of salmon. The Company has been admitted to trading on both Euronext Oslo Børs and the Santiago Stock Exchange ("**SSE**") since 2 February 2018. Since the admission to trading on Oslo Stock Exchange ("**OSE**"), the NDRs have over time been sold by investors at the OSE, acquired by investors at the SSE, and converted into shares traded at the SSE, significantly reducing the number of securities and increasing the number of shares of the Company that are listed on the SSE.

Salmones has stated that it has continuously assessed the benefits of being listed on the OSE, in addition to maintaining its listing on the SSE. Following this review, the Company has concluded that listing on the OSE has not provided the intended advantages for its shareholders. Moreover, the Company believes that any potential benefits are outweighed by the regulatory burdens, complexities, and costs associated with maintaining listing in Oslo. In the Company's view, these factors are a burden on the Company`s financial resources and management time, which is disproportionate to the benefits gained - especially considering the small number of NDRs listed on Euronext Oslo Børs (approximately 2.9% of total shares) and the very limited liquidity of these securities.

On this basis, Salmones has found it is in the best interest of the Company and its shareholders to apply for a delisting from Euronext Oslo Børs, while at the same time maintaining the listing on the SSE as an alternative market for liquid trading.

The Company justifies the delisting by highlighting the need to reduce costs and regulatory burdens associated with maintaining dual listings on the SSE and OSE. They also emphasize that, despite the delisting, security holders of NDRs will still have access to a liquid trading market for their securities on the SSE.

In its application, Salmones provides the following arguments as basis for the delisting:

- The advantages of being listed on both Euronext Oslo Børs and the SSE are outweighed by the regulatory burdens, complexities and costs associated with maintaining both listings.

- The Company believes listing solely on the SSE is appropriate for the Company's size, development and strategy.

- A high percentage of the votes represented at the EGM voted in favor of the delisting, indicating that a great majority of the shareholders of the Company do not view a delisting from Euronext Oslo Børs as causing material disadvantage to them.

- Holders of NDRs have the option to convert their securities listed on the OSE into shares listed on the SSE, allowing them to continue trading the Company's securities on an alternative marketplace.

- By maintaining its listing on the SSE, the Company will ensure continued access to transparent and organized trading of its securities. Therefore, a delisting from Euronext Oslo Børs will not prevent NDR holders or shareholders from making trades in a liquid market. The Company notes that trading volume for NDRs on the OSE has decreased over the past 18 months, while the majority of daily trading volume for the Company's shares now occurs on the SSE. As a result, a listing solely on the SSE should provide sufficient liquidity.

- The Company further notes that, due to maintaining the SSE listing, the Company will still be subject to regulation and oversight by the Financial Market Commission of Chile and that this sufficiently safeguards the interests of the Company`s shareholders.

- The Company will maintain its register with Euronext Securities Oslo (the "**ESO register**") for a period of 12 months following the effective date of the delisting, allowing NDR holders to convert their securities into shares traded on the SSE. The Company will facilitate the migration process for NDR holders who wish to transfer their securities.

- The shareholders and NDR holders were informed about the Company`s intention to apply for the delisting, and the rationale to delist, in a stock exchange announcement dated 26 June 2024. On 28 June 2024, the Company announced that its parent company, Camanchaca S.A., had instructed its brokers to purchase up to 100% of the NDRs for a period of two weeks. Even though only 262,785 NDRs were acquired, representing approximately 0.35% of the shares in the Company, the Company believes that NDR holders have been provided with a fair opportunity to divest their securities at a fair price.

- The Company believes that NDR holders will have sufficient time to divest their securities or transfer them to the Santiago Stock Exchange (SSE), as they expect the

administration at the OSE to require the listing to be maintained for a certain period if the delisting application is approved. This would provide shareholders with a reasonable and sufficient period to prepare for the upcoming delisting and take appropriate action.

3. Results from the EGM

The Company informed its shareholders about the plan to delist from Euronext Oslo Børs in an EGM notice dated 1 July 2024. At the EGM held on 29 July 2024, the shareholders approved the cancellation of the transaction program for NDRs representing shares in the Company on the Oslo Stock Exchange and resolved to proceed with the delisting application:

- On the date of the EGM, there were a total of 74,195,160 shares issued by the Company.

- 70,364,566 shares and votes were represented at the EGM, either in person or by proxy, being 94.84% of the outstanding shares in the Company.

- The NDRs are held through DNB Bank ASA ("**DNB**") in its capacity as depositary bank and issuer of the securities. The conversion rate of the NDRs against shares in the company is 1:1. On the date of the EGM, there were a total of 2,122,602 NDRs represented by proxy, in which the securities constituted approximately 2.86% of all shares in the Company.

- In total, 68,241,828 votes were cast in favour of the proposal to delist, while the remaining 2,122,738 (out of 70,364,566) votes abstained. Hence, the proposal was adopted with 96.98% of the votes cast at the EGM.

Votes by Security Holders with NDRs listed on Euronext Oslo Børs

The Company reported that as of July 31, 2024, there were 385 holders of NDRs registered with the Norwegian CSD/ESO register. On July 18, 2024, the Company published a notice on NewsWeb regarding the EGM, which included information about DNB's role as the depositary bank and issuer of the NDRs. The notice also clarified that DNB is registered as a shareholder in the Company's list of shareholders and that any votes by NDR holders would need to be executed through DNB. The Company believes that NDR holders were adequately informed about the matters to be discussed and the voting process. However, no voting instructions were received from DNB. The Company believes that the lack of interest from NDR holders may stem from the relatively small proportion of NDRs compared to the Company's total shares (2.86%, with 0.35% held by the Company's parent company) and the fact that only about 100 NDR holders have holdings valued at more than NOK 10,000. Out of the 385 NDR holders, the Company received no votes, indicating that none of the holders voted either in favor of or against the proposal.

Votes by shareholders with shares listed on the SSE

The Company has also provided an attendance list from the EGM of shareholders of Salmones Camanchaca S.A. held on 29 July 2024. Excluding the NDR holders, a total of 68,241,964 votes and shares were represented at the meeting, with only 136 additional shares abstaining from voting. For reference, the attendance list is issued and certified in accordance with paragraph 1 of Title IV of General Rule No. 273 of 2010 of the Financial Market Commission, and attached to the application. As of 31 July 2024, the Company had 54 shareholders (including DNB), with its parent company, Camanchaca S.A., holding

70.29% of the Company's shares. The remaining shareholders are primarily institutional investors. Of the 54 shareholders, 25 participated at the EGM, representing 70,364,566 votes and shares. Among those, 68,241,828 voted in favor of the delisting resolution, accounting for 96.98% of the votes represented. There were no votes against the proposal, indicating that the remaining shares abstained. As stated by the Company in an email to Euronext Oslo Børs, twenty-nine shareholders, representing 5.2% of the total share capital, were absent from the EGM.

4. Legal background

The Securities Trading Act section 12-3, first paragraph, states:

"*A market operator may suspend or remove from trading on the regulated market a financial instrument which no longer complies with the regulated market's terms and conditions. The market operator may nonetheless not suspend or remove a financial instrument from the regulated market if this would be likely to cause significant damage to the holders of the instrument or the roles and functioning of the market.*"

Furthermore, Oslo Rule Book II section 2.11.2, third paragraph states:

"*The company may apply to Oslo Børs to have its shares delisted if a general meeting has passed a resolution to this effect with the same majority as required for changes to the articles of association. Oslo Børs makes the final decision on delisting. […]*"

The provisions involve a high degree of discretion. Through former practice, Euronext Oslo Børs and the Stock Exchange Appeals Committee (the "**Appeals Committee**") (*Nw. Børsklagenemda*) have demonstrated which considerations that are considered relevant for evaluating whether an application for delisting should be approved. Decisions on applications for delisting that are not supported by all shareholders will depend on balancing and evaluating the arguments for and against delisting. Consequently, a discretionary balancing of the Company's interest represented by the majority's interest in delisting must be carried out against the minority shareholders' interest in continued listing. Assessments of this nature should consider factors such as liquidity, the market's duties and function, and the market's integrity. In this context, one factor is whether the Company satisfies the conditions for admission to listing.

Euronext Oslo Børs' practice has assumed that the interests of minority shareholders must be given special consideration in the discretionary assessment of such cases, and a strict practice has been followed. However, the circumstances of each individual case must be considered as part of the overall evaluation.

In 2014, the EU adopted rules revising the MiFID framework, consisting of a directive ("**MiFID II**") and a regulation ("**MiFIR**"). New rules in the Securities Trading Act implementing MiFID II in Norway entered into force on 1 January 2019. Further, MiFIR and the Commission Delegated Regulation (EU) 2017/5651 1 Commission ("**Commission Delegated Regulation**"), were implemented into Norwegian law with effect from 1 January 2020 through incorporation in the Securities Trading Act section 8-1 and the Securities Trading Regulations section 2-2, respectively.

Article 80 of the Commission Delegated Regulation sets out circumstances constituting significant damage to investors' interests and the orderly functioning of the market. It follows from article 80 paragraph 1 that "*a removal from trading of a financial instrument shall be deemed likely to cause significant damage to investors' interests or the orderly functioning of the market*" at least where (a) "*it would create a systemic risk undermining financial stability, such as where the need exists to unwind a dominant market position, or*

where settlement obligations would not be met in a significant volume", (b) "*the continuation of trading on the market is necessary to perform critical post-trade risk management functions when there is a need for the liquidation of financial instruments due to the default of a clearing member under the default procedures of a CCP and a CCP would be exposed to unacceptable risks as a result of an inability to calculate margin requirements", and (c) "the financial viability of the issuer would be threatened, such as where it is involved in a corporate transaction or capital raising".*

Further, it follows from article 80 paragraph 2 that all relevant factors shall be considered when determining whether a removal is likely to cause significant damage to the investors' interest or the orderly functioning of the market, including (a) "*the relevance of the market in terms of liquidity where the consequences of the action are likely to be more significant where those markets are more relevant in terms of liquidity than in other markets*", (b) "*the nature of the envisaged action where actions with a sustained or lasting impact on the ability of investors to trade a financial instrument on trading venues, such as removals, are likely to have a greater impact on investors than other actions*", (c) "*the knock-on effects of a suspension or removal of sufficiently related derivatives, indices or benchmarks for which the removed or suspended instrument serves as an underlying or constituent*", and (d) "*the effects of a suspension on the interests of market end users who are not financial counterparties, such as entities trading in financial instruments to hedge commercial risks*".

According to article 80 paragraph 3, the factors set out in paragraph 2 shall also be taken into consideration where it is resolved to remove a financial instrument on the basis of circumstances not covered by the list of paragraph 1.

The recital of the Commission Delegated Regulation, which expresses the objectives of the regulation, states in paragraph 116 that *"[i]t is necessary to further specify when a suspension or a removal from trading of a financial instrument is likely to cause significant damages to the investor's interest or to the orderly functioning of the market" and that "[c]onvergence in that field is necessary to ensure that market participants in a Member State where trading in financial instruments has been suspended or financial instruments have been removed are not disadvantaged in comparison to market participants in another Member State, where trading is still ongoing*".

5. Evaluation by the administration of Euronext Oslo Børs regarding the delisting application

Euronext Oslo Børs does not find any of the circumstances mentioned in the Commission Delegated Regulation article 80 paragraph 1 (a)-(c) to be applicable in this case. However, as mentioned above, it further follows from article 80 paragraph 2 that "*all relevant factors*" shall be considered when determining whether a removal is likely to cause significant damage to the investors' interest or the orderly functioning of the market. In making its decision, Euronext Oslo Børs will, among others, consider the percentage of shareholders in favor and disfavor of the delisting, number of shareholders in disfavor, alternative corresponding trading places for the securities and other relevant matters.

Based on the Company's desire to delist the registered NDRs from Euronext Oslo Børs, it was first decided to amend the Company's bylaws to enable a decision on delisting to be made at an extraordinary general meeting, in accordance with the requirement in section 2.11.2 (3) of the Oslo Rule Book II. The proposal to amend the Company's bylaws was approved by approximately 95% of the votes, representing 95% of the Company's outstanding shares. Following this amendment, the general meeting passed a resolution to approve the delisting

of the NDRs, which was approved by 96.98% of the shares represented at the meeting and 91.98% of the total shares of the Company. The Company informed Euronext Oslo Børs in an e-mail dated 15 August 2024, that the majority vote cast is in accordance with the provisions of Law N°18,046 in Chile, resolutions from general meetings involving amendments to the Company's bylaws, and additionally, in line with the Company`s bylaws for making changes to such specific proposals. No shareholder voted against the delisting of the NDRs. Since the Company received no votes against the delisting proposal, Euronext Oslo Børs is therefore unaware of any oppositions from the Company's to the delisting resolution. However, Euronext Oslo Børs is aware that 29 of the Company's 54 shareholders were not present at the EGM and that these shareholders represent 5.3% of the Company's shareholding. Additionally, none of the NDR holders cast a vote.

Euronext Oslo Børs has considered the outcome of the EGM and the considerable support among those represented at the EGM for the delisting. This can be seen as an indication that the majority of shareholders do not view the delisting as a material disadvantage to them. Notwhitstanding this, there are still shareholders that did not attend the meeting as well as shareholders that did not cast their vote. With respect to this minority (approximately 8% of the Company`s share capital), it must be considered what impacts a delisting from Euronext Oslo Børs will have and to what extent the interests of those shareholders are sufficiently safeguarded.

Through its practice, Euronext Oslo Børs has expressed which considerations are relevant when assessing whether an application for delisting should be accepted. First, the composition of the shareholder base is relevant when considering the interests of minority shareholders and the disadvantages a delisting potentially entails. The consideration of institutional investors is given somewhat less weight than the considerations of retail investors, as institutional investors are generally considered to be better positioned to protect and enforce their interests also in a delisted entity. In its application for delisting the Company states that the majority of its shareholders, except the parent company holding 70.29%, are in fact institutional investors.

Further, Euronext Oslo Børs has considered the impact a delisting would have on shareholder protection and access to information. Once delisted from Euronext Oslo Børs, the Company will no longer be subject to the oversight or regulations that currently apply to issuers on a Norwegian regulated marketplace. However, by maintaining its listing on the SSE, the Company will remain under the regulation and oversight of the Financial Market Commission of Chile. According to the Company, this will continue to provide NDR holders with access to transparent and organized trading of their securities, provided that the securities are converted. In Euronext Oslo Børs' opinion, the continued listing on the SSE ensures that the Company's shareholders will retain access to an alternative regulated market where their interests are protected and where they will continue to receive relevant information about the Company.

Euronext Oslo Børs has also considered to what extent a delisting from the OSE potentially may impact liquidity. Currently, the NDRs are traded continuously, with an average of 6.1 trades per day and a total of 706,081 securities traded in the first half of 2024 on the OSE. In comparison, the SSE accounted for approximately 60% of the total trading volume during the same period, with 1,086,110 securities traded. Additionally, the Company has clarified in an e-mail dated 15 August 2024 that only 2.86% of its outstanding shares (0.35% of which are held by the Company's parent company) are available for trading on Euronext Oslo Børs, with the remaining shares registered and available for trading on the SSE. Despite the low and declining trading volume of the NDRs, security holders will still have the opportunity to sell

their securities in the future by converting them into shares listed on the SSE. Therefore, the delisting would not prevent NDR holders from trading in a liquid market. Given the

Company's intention to remain listed on the SSE, Euronext Oslo Børs has not placed significant emphasis on the fact that shareholders would no longer be able to trade their securities on Euronext Oslo Børs if the Company is delisted.

The NDRs are registered through the Norwegian CSD, also referred to as the ESO register, and the Company states that they will maintain this register for the securities for a period of 12 months from the effective date of the delisting, as well as accommodate migration of the securities from the ESO register into shares which may be traded on the SSE. Based on the above, Euronext Oslo Børs believes that the NDR holders will have a reasonable and customary period to convert their securities into shares. Euronext Oslo Børs have specifically considered to what extent the Company is planning to assist NDR holders with such migration and whether the holders will have sufficient time to adjust to a delisting. The Company said in an e-mail dated 15 August 2024 that costs related to migration will not be covered. The Company has argued that the migration costs are relatively small and has not proposed to cover them, as they have not been prohibitive for the many shareholders who have already migrated their NDRs to shares traded on the SSE. That said, the Company intends to provide proper guidance and facilitate the technical aspects of any migration that may be required.

Euronext Oslo Børs has taken into account the importance of the offer made by the Company's parent company and largest shareholder, Camanchaca S.A., to buy the remaining NDRs registered on the OSE. According to the Company, the offer was made at a fair price, based on the average share price from the week prior to the delisting proposal's announcement. This offer resulted in the purchase of a total of 262,785 securities in multiple tranches at an average price of around NOK 23, representing approximately 0.35% of the Company's total share capital. The offer was announced on NewsWeb on 28 June 2024, with an offer period running until 12 July 2024. Since then, the price has fluctuated, with levels dropping as low as NOK 16.30 (last traded price on 20 August 2024). On the evening of 20 August 2024, it was announced for the second time that Camanchaca S.A. had instructed its broker to purchase the remaining NDRs of the Company listed on the OSE. The announced purchase price was NOK 20.5, which represents a 25% premium one the current price and a 15% premium over the average weekly price prior to the announcement. The offer period will remain open until 13 September 2024. Euronext Oslo Børs' review of the offers highlights that both announcements clearly indicated the parent company's (the largest shareholder in the Company) intent to purchase the remaining NDRs from the OSE. Further, the administration at Euronext Oslo Børs believes that NDR holders have been given multiple opportunities to sell their instruments.

With respect to the time given to shareholders to adjust to a delisting, Euronext Oslo Børs notes that the Company published a stock exchange announcement on 26 June 2024 informing about its intention to apply for delisting of the NDRs from the OSE. As such, the intention to delist has been known for some time. As previously mentioned the Company will maintain the ESO register for 12 months after the delisting, which will provide time for shareholders to carry out the migration to the SSE or alternatively, to divest their securities. The interests of the shareholders are also taken into account by Euronext Oslo Børs setting the delisting date some time after the resolution, ensuring that the shareholders are given time to comply and adjust to the delisting, and also take necessary actions to transfer shares to the SSE if that is preferred by such NDR holder.

After having considered all aspects of the case, Euronext Oslo Børs is of the view that a delisting of the Company's NDRs cannot be expected to cause material disadvantage for the shareholders of the Company or for the market's duties and function. Thus, Euronext Oslo Børs has resolved to approve the Application.

In accordance with the Oslo Rule Book II section 2.11.2 (6), and the established practice of Euronext Oslo Børs, the effective date of the delisting is set after a certain delay in order

to give shareholders sufficient time to adjust to the fact that the NDRs will no longer be listed on the Oslo Stock Exchange. Euronext Oslo Børs finds that a last day of listing on 28 October 2024 will be appropriate, giving the shareholders approximately two months to adjust to the fact that the NDRs will no longer be listed on Euronext Oslo Børs.

6. Resolution

Euronext Oslo Børs has made the following resolution:

> "*The Norwegian Depositary Receipts in Salmones Camanchaca S.A. will be delisted from the Oslo Stock Exchange as of* 29 *October 2024. The last day of listing will be* 28 *October 2024."*

This decision can be appealed to the Appeals Committee within two weeks, cf. the Securities Trading Regulations section 12-5.

2.2.7 Borr Drilling Limited – Resolution to delist the company's shares from admittance to trading on Euronext Oslo Børs, 01.11.2024

1. Introduction

Borr Drilling Limited ("**Borr**" or the "**Company**") has in a letter dated 2 October 2024 (the "**Application**") applied for delisting of the Company's shares from Euronext Oslo Børs in accordance with Oslo Rule Book II section 2.11.2 (3). Additional information was provided by Ro Sommernes Advokatfirma on behalf of the Company on 28 October 2024.

At the Special General Meeting of the Company held on 1 October 2024 (the "**SGM**") it was resolved to apply for the Company's shares to be delisted from Euronext Oslo Børs in accordance with the Securities Trading Act § 12-3 (1), cf. Oslo Rule Book II section 2.11.2 (3).

Borr has in the letter informed that the Company has a convertible bond listed on the non-regulated Frankfurt Open Market and that the convertible bond is convertible into shares. The delisting, if approved, will require certain changes to the convertible bond. Borr has in the delisting application written that the Company has received support from the required majority of the shareholders to make such amendments to the bond terms upon the delisting.

2. Information from the Company

Borr is a company incorporated in Bermuda which owns and operates jack-up rigs and provides drilling services to the oil and gas exploration and production industry worldwide. The Company has been admitted to trading on Euronext Oslo Børs. The Company is primarily registered in Depository Trust Company ("DTC") and secondarily with the Euronext Securities Oslo ("VPS") through a CSD Link registration. The Company has requested that last day of trading to be no later than 31. December 2024.

In its Application, Borr states that delisting from Euronext Oslo Børs will reduce regulatory duplication, complexity, and costs associated with a dual listing regime, consistent with the Company's continued efforts to simplify the administrative aspects of its business. The

Company argues that a single listing is appropriate for its size, development and strategy and aligns more closely with the Company's peer group. The Company considers the cost of maintaining the OSE listing to be increasingly disproportionate to the benefits from such listing. Although the delisting would eliminate OSE regulation of the Company and its governance and public disclosure, the Company believes that the current corporate governance framework of the Company, NYSE listing rules, U.S securities laws and Securities and Exchange Commission ("SEC") regulations will sufficiently protect the interest of the Issuer's shareholders. Hence, the Company believes that shareholder protections and information rights will be adequately maintained following the delisting.

Furthermore, Borr argues that the delisting from Euronext Oslo Børs will not cause significant damage to shareholders or disrupt the market's functioning, as outlined in the Securities Trading Act and Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565. They assert that sufficient notice of the delisting will be provided, and liquidity through the NYSE will remain accessible to most shareholders. The Company believes that investor interests protection will be ensured as any shareholders preferring Norwegian regulations will still have the opportunity to divest before delisting.

Based on the aforementioned rationales, Borr emphasizes that, as a NYSE-listed entity, it is subject to corporate governance, reporting, and shareholder approval requirements of the NYSE applicable to listed companies. The Company believe that the regulatory regime applicable to the Company under NYSE rules and the US securities laws and SEC regulations provide substantial protection for investors. The Company argues that the continued NYSE listing will ensure that Borr is still subject to reporting, disclosure and governance obligations, as well as oversight from the NYSE and the SEC and that shareholders still have access to a regulated market where their interests are safeguarded. The Company is also of the opinion that continued listing will also ensure that Borr's shareholders and other stakeholders will be provided with relevant information as required by NYSE and SEC regulations.

The Company has in the application stated that the majority of the daily trading volume of the shares is conducted on the NYSE. To date of the application, average number of shares traded per day on OSE is 545.000 compared to 1.960.000 on NYSE. The Company is also of the opinion that it sees a clear trend towards less trading on OSE. In the period from 1 April to 30 June 2024, the average percentage of trades traded daily at OSE vs. the total Borr shares traded on both exchanges was 18.52% and from 1. July to 19. September 2024, the percentage traded on OSE decreased to 15,29 %. In light of the above, the Company is of the opinion that a NYSE-only listing structure will provide adequate liquidity for the shareholders going forward, and that the delisting is expected to facilitate improved liquidity with all trading on one exchange, which will be in the interest of the shareholders as a whole.

Borr further expects that a NYSE-only listing structure may improve access to US shareholders and analyst coverage due to an increased volume trading only on NYSE, which in turn can maximize the issuer's ability to attract a broader investor base and access deeper pools of capital, reducing the cost of future funding.

The Company has in the application committed to keeping the VPS open for a period of 12 months from delisting to allow transfer of shares. A delisting from Euronext Oslo Børs will entail that shareholders holding shares though the VPS will either have to divest their shares or migrate the shares to the DTC. Borr has in the application mentioned that the Company will be working with its cross-border agent, DNB Bank ASA, to accommodate the transition for shareholders wanting to migrate their shares from the VPS to the DTC.

3. Results from the Special General Meeting ("SGM")

The Company first notified its shareholders of the plan to delist from Euronext Oslo Børs via an SGM notice on 3 September 2024. At the SGM held at 1 October 2024, it was resolved to apply for the delisting:

- On record date for the date of the SGM, there were a total of 264,080,391 shares issued by the Company, whereof 251,527,298 were shares outstanding and the remaining 12,553,093 were shares held in treasury by the Company. Shares held in treasury were not entitled to vote at the SGM, hence 251.527.298 shares were eligible to vote.

- 193,987,465 shares were represented at the SGM, being 77.12% of the outstanding shares.

- 177,541,551 votes were cast in favour of the proposal to delist, while 16,371,975 shares voted against, and 73,939 abstained. As such, the proposal was adopted with 91.52% of the votes cast at the SGM.

- Of the shares registered in VPS, 82.261.088 (83,42 %) shares voted in favour of the proposal, represented by 89 shareholders and 16.351.803 (16,58 %) against the proposal, represented by 21 shareholders. Of the votes against, Folketrygdfondet represented 13.500.440 of the shares and seven other funds represented 2.753.887 of the shares. 13 retail shareholders representing 97.476 shares in the VPS (0,098 %) voted against the proposal. The percentage of proxy votes given of total eligible number of shares issued in VPS was 80,21% (excluding the 12.553.093 shares held by the issuer).

- Of the shares listed in the DTC, 95.280.463 (99,9 %) voted for the proposal, 20.172 against and 73.939 abstained from voting.

3. Legal background

The Securities Trading Act section 12-3, first paragraph, states:

"*A market operator may suspend or remove from trading on the regulated market a financial instrument which no longer complies with the regulated market's terms and conditions. The market operator may nonetheless not suspend or remove a financial instrument from the regulated market if this would be likely to cause significant damage to the holders of the instrument or the roles and functioning of the market*."

Furthermore, Euronext Oslo Rule Book II section 2.11.2 , third paragraph, states:

"The company may apply to Oslo Børs to have its shares delisted if a general meeting has passed a resolution to this effect with the same majority as required for changes to the articles of association. Oslo Børs makes the final decision on delisting. […]."

The provisions involve a high degree of discretion. Through former practice, Oslo Børs and the Stock Exchange Appeals Committee (the "Appeals Committee") (Nw. Børsklagenemda) have demonstrated which considerations that are considered relevant for evaluating whether an application for delisting should be approved. Decisions on applications for delisting that are not supported by all shareholders will depend on balancing and evaluating the arguments for and against delisting. Consequently, a discretionary balancing of the Company's interest represented by the majority's interest in delisting must be carried out against the minority shareholders' interest in continued listing. Assessments of this nature should consider factors such as liquidity, the market's duties and function, and the market's

integrity. In this context, one factor is whether the Company satisfies the conditions for admission to listing.

Oslo Børs' practice has assumed that the interests of minority shareholders must be given special consideration in the discretionary assessment of such cases, and a strict practice has been followed. However, the circumstances of each individual case must be considered as part of the overall evaluation.

In 2014, the EU adopted rules revising the MiFID framework, consisting of a directive ("MiFID II") and a regulation ("MiFIR"). New rules in the Securities Trading Act implementing MiFID II in Norway entered into force on 1 January 2019. Further, MiFIR and the Commission Delegated Regulation (EU) 2017/5651 ("Commission Delegated Regulation"), were implemented into Norwegian law with effect from 1 January 2020 through incorporation in the Securities Trading Act section 8-1 and the Securities Trading Regulations section 2-2, respectively.

Article 80 of the Commission Delegated Regulation sets out circumstances constituting significant damage to investors' interests and the orderly functioning of the market. It follows from article 80 paragraph 1 that "*a removal from trading of a financial instrument shall be deemed likely to cause significant damage to investors' interests or the orderly functioning of the market*" at least where (a) "*it would create a systemic risk undermining financial stability, such as where the need exists to unwind a dominant market position, or where settlement obligations would not be met in a significant volume*", (b) "*the continuation of trading on the market is necessary to perform critical post-trade risk management functions when there is a need for the liquidation of financial instruments due to the default of a clearing member under the default procedures of a CCP and a CCP would be exposed to unacceptable risks as a result of an inability to calculate margin requirements*", and (c) "*the financial viability of the issuer would be threatened, such as where it is involved in a corporate transaction or capital raising*".

Further, it follows from article 80 paragraph 2 that all relevant factors shall be considered when determining whether a removal is likely to cause significant damage to the investors' interest or the orderly functioning of the market, including (a) "*the relevance of the market in terms of liquidity where the consequences of the action are likely to be more significant where those markets are more relevant in terms of liquidity than in other markets*", (b) "*the nature of the envisaged action where actions with a sustained or lasting impact on the ability of investors to trade a financial instrument on trading venues, such as removals, are likely to have a greater impact on investors than other actions*", (c) "*the knock-on effects of a suspension or removal of sufficiently related derivatives, indices or benchmarks for which the removed or suspended instrument serves as an underlying or constituent*", and (d) "*the effects of a suspension on the interests of market end users who are not financial counterparties, such as entities trading in financial instruments to hedge commercial risks*".

According to article 80 paragraph 3, the factors set out in paragraph 2 shall also be taken into consideration where it is resolved to remove a financial instrument on the basis of circumstances not covered by the list of paragraph 1.

The recital of the Commission Delegated Regulation, which expresses the objectives of the regulation, states in paragraph 116 that *"[i]t is necessary to further specify when a suspension or a removal from trading of a financial instrument is likely to cause significant damages to the investor's interest or to the orderly functioning of the market*" and that *"[c]onvergence in that field is necessary to ensure that market participants in a Member State where trading in financial instruments has been suspended or financial instruments have been removed are not disadvantaged in comparison to market participants in another Member State, where trading is still ongoing*".

4. Evaluation

Oslo Børs does not find any of the circumstances mentioned in the Commission Delegated Regulation article 80 paragraph 1 (a)-(c) to be applicable in this case.

The Commission Delegated Regulation article 80 paragraph 2(b) refers to "*the nature of the envisaged action where actions with sustained or lasting impact on the ability of investors to trade a financial instrument on trading venues, such as removals, are likely to have greater impact on investor than other actions*". In Oslo Børs' view, the action for the Company to be delisted from Euronext Oslo Børs is likely to have sustained and lasting impact on the ability of investors to trade the financial instrument on Euronext Oslo Børs. However, as the Company in its application has indicated that listing on NYSE will be continued, Oslo Børs is of the opinion that the investors will still have the possibility to trade the shares on a trading venue. Oslo Børs acknowledge, though, that certain investors may not be able to trade shares that are not admitted to trading on Euronext Oslo Børs.

In making its decision, Oslo Børs will, among others, consider the percentage of shareholders in favour and disfavour of the delisting, number of shareholders in disfavour, alternative corresponding trading venues for the shares and other relevant matters.

The Company has applied for delisting from Euronext Oslo Børs following the resolution to apply for delisting at the SGM. At the SGM, 91.52% of the shares represented voted in favour of the resolution to delist, while 8.43% of the shares represented voted against. In total, 193,987,465 shares were represented at the SGM, equivalent to 77.12% of the outstanding shares in the Company. Apart from the shareholders that on the SGM voted against the delisting proposal, Oslo Børs is not aware of any additional opposition to the delisting resolution.

According to feedback from the Company received on 28 October 2024, the requirement for passing a regular resolution at a general meeting of Borr Drilling, including changing the bye-laws (equivalent to articles of association) and approving to apply for a delisting from Euronext Oslo Børs, is simple majority of the votes cast.

Oslo Børs has considered the outcome of the SGM and the considerable support among those represented at the SGM for the delisting. Based on the results from the SGM, the majority of the shareholders do not view the delisting as a material disadvantage. Notwithstanding this, there are still shareholders that have voted in disfavour of the delisting. With respect to this minority, it must be considered what impacts a delisting from Euronext Oslo Børs will have and to what extent the interests of those shareholders are sufficiently safeguarded.

In the context of evaluating delisting applications, Oslo Børs has consistently emphasized the importance of safeguarding the interests of minority shareholders. The Company has proactively addressed this concern by committing to maintain its registration with the Norwegian CSD for a 12-month period following the delisting, enabling VPS shareholders to transfer their shares to the U.S. market if desired. In addition, the company has requested that the last day of trading to be no later than 31 December 2024 allowing these minority shareholders time to divest their shares, taking into account that the Company on 3. September announced the intention to apply for a delisting and the SGM on 1. October approved such application to be sent.

Institutional investors, while impacted by delisting decisions, are generally perceived by Oslo Børs as being in a stronger position to assert and protect their interests, even in a delisted entity. As a result, the exchange traditionally accords somewhat less weight to their concerns relative to those of retail investors. However, the interests of institutional investors are not disregarded altogether. In the present matter, institutional investors may

face restrictions imposed by their investment mandates, precluding them from holding shares in a company that is no longer listed on Oslo Børs. While such restrictions warrant some degree of consideration, the Company has sought to mitigate the potential adverse impact on these investors by committing to maintain its listing for a certain period following approval of the delisting. This provision may give investors an opportunity to exit their positions through trading either on the Norwegian or U.S. markets.

Oslo Børs has considered what impacts a delisting from Euronext Oslo Børs will have for shareholder protection and the shareholders' access to information. Following a delisting from Euronext Oslo Børs, the Company will no longer be subject to oversight or regulations currently applying to it as an issuer on a Norwegian regulated marketplace. However, the NYSE listing will ensure that the Company is still subject to reporting, disclosure and governance obligations, as well as oversight from the SEC. In Oslo Børs opinion, the maintained listing on the NYSE ensures that shareholders in the Company will still have access to a regulated market where their interests are safeguarded and where they will still be provided with relevant information regarding the Company.

Oslo Børs has also considered to what extent a delisting from Euronext Oslo Børs potentially may impact liquidity in the shares. The shares are currently being traded on a daily basis on Euronext Oslo Børs, with an average number of shares traded of approx. 545,000 for the period Jan.-Sept. 2024. While this indicates that there is liquidity in the shares on Euronext Oslo Børs, in the period from 1 April to 30 June 2024, the average percentage of shares traded daily at Euronext Oslo Børs against the total BORR shares traded on both exchanges was 18.52%, and from 1 July to 19 September 2024, the percentage traded on OSE decreased to 15.29%.

For shareholders holding shares through the Norwegian CSD, a delisting from Euronext Oslo Børs will entail that they will either have to divest their shares or migrate the shares to the DTC. Oslo Børs have therefore specifically considered to what extent the Company is planning to assist shareholders with the migration of shares and whether the shareholders will have sufficient time to adjust to a delisting. Oslo Børs notes that the Company is not planning to cover the costs that shareholders will incur when migrating their shares.

With respect to the time given to shareholders to adjust to a delisting, Oslo Børs notes that shareholders were notified about the intention to delist in the SGM notice dated 3 September 2024. As such, the intention to delist has been known for some time. Oslo Børs further notes that the Company intends to maintain its registration in the Norwegian CSD for a period of at least 12 months after the delisting. This will provide time for shareholders to carry out the migration to the DTC or alternatively, to divest their shares. The interests of the shareholders are also taken into account by Euronext Oslo Børs setting the delisting date sometime after the resolution, ensuring that the shareholders are given time to comply and adjust to the delisting, and also take necessary actions to transfer shares to the DTC if that is preferred by such shareholders.

After having considered all aspects of the case, Oslo Børs is of the view that a delisting of the Company's shares cannot be expected to cause material disadvantage for the shareholders of the Company or for the market's duties and function. Thus, Oslo Børs has resolved to approve the Application.

In accordance with the Oslo Rule Book II section 2.11.2 (6), and the established practice of Oslo Børs, the effective date of the delisting is set after a certain delay in order to give shareholders sufficient time to adjust to the fact that the shares will no longer be listed on Euronext Oslo Børs. Oslo Børs finds that a last day of listing on 30 December 2024 will be appropriate, giving the shareholders approximately two months to adjust to the fact that the shares will no longer be listed on Euronext Oslo Børs.

5. Resolution

Oslo Børs made the following resolution:

"*The shares in Borr Drilling Limited will be delisted from the Oslo Stock Exchange as of 31 December 2024. The last day of listing will be 30 December 2024*."

This decision can be appealed to the Appeals Committee within two weeks, cf. the Securities Trading Regulations section 12-5.

3 LØPENDE UTSTEDERREGLER

3.1 Likebehandling av aksjonærer

N/A

3.2 Løpende informasjonsplikt mv.

3.2.1 Awilco LNG ASA – Meknader til løpende forpliktelser, 25.01.2024

Saken gjaldt selskapers plikt til løpende å vurdere om og når det foreligger innsideinformasjon. Euronext Oslo Børs bemerket at vurderingen må gjøres fortløpende i forbindelse med en kontraktsinngåelse og at det ikke er anledning til å bygge på generelle normer for når innsideinformasjon anses å foreligge, slik som styregodkjennelse. Vurderingen må gjøres konkret i det enkelte tilfellet.

1. Introduksjon og oppsummering

Det vises til børsmelding fra Awilco LNG ASA («**Selskapet**») («**ALNG**») den 4. desember 2023 kl. 08:05 vedrørende inngåelse av term sheet om refinansiering av Selskapets to skip med et større asiatisk leasingselskap («**Børsmelding om refinansiering**») samt etterfølgende korrespondanse mellom Selskapet og Oslo Børs i perioden desember 2023 – januar 2024.

Som ledd i børsens oppfølging av løpende forpliktelser for selskaper tatt opp til handel, har avdeling for Markedsovervåkning ved Oslo Børs sett nærmere på forholdet.

Oslo Børs har besluttet å ikke overprøve Selskapets konkrete vurdering av når innsideinformasjon forelå, men ønsker å knytte noen merknader til vurderingen av om og på hvilket tidspunkt det foreligger innsideinformasjon jf. Oslo Børs Regelbok Del II («**Regelbok II**») punkt 4.2.1.1 jf. Markedsmisbruksforordningen («**MAR**») artikkel 17 nr. 1.

2. Rettslig grunnlag

2.1 Offentliggjøring av innsideinformasjon

I henhold til Regelbok punkt 4.2.1.1 jf. MAR artikkel 17 nr. 1 skal utsteder så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon som direkte vedrører utstederen. I henhold til MAR artikkel 7 nr. 1 a) utgjør innsideinformasjon:

> *«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.»*

Videre følger det av MAR artikkel 7 nr. 2 at informasjonen skal anses å være presis dersom:

> *«de indikerer at en eller flere omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge, eller en hendelse som har inntruffet, eller som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe, dersom disse opplysningene er tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen disse omstendighetene eller denne hendelsen kan ha på kursene på de finansielle instrumentene (…).*

3. Faktiske omstendigheter

3.1 Børsmelding om refinansiering

Den 4. desember 2023 kl. 08:05 publiserte Selskapet Børsmelding om refinansiering, hvorav det fremgikk at Selskapet hadde inngått et term sheet om refinansiering av Selskapets to skip (WilForce og WilProde) med et større asiatisk leasingselskap. Meldingen ble kategorisert som innsideinformasjon.

3.2 Forespørsel fra Oslo Børs til Selskapet

På bakgrunn av innholdet i og kategorisering av Børsmelding om refinansiering besluttet avdeling for Markedsovervåking ved Oslo Børs å sende en forespørsel til Selskapet den 11. desember 2023. Oslo Børs ba Selskapet redegjøre for prosessen som ledet frem til Børsmelding om refinansiering samt redegjøre for Selskapets vurderinger rundt innsideinformasjon og hvilke vurderinger man hadde gjort seg vedrørende utsatt offentliggjøring.

Selskapet besvarte henvendelsen 19. desember 2023. I svaret viste Selskapet til at man etter forhandlinger med flere ulike banker og kredittinstitusjoner gjennom høsten 2023 hadde mottatt et signert term sheet fra [redacted] (**«[redacted]»**) fredag formiddag 1. desember 2023. Ledelsen varslet styret om forholdet samme dag og styret benyttet helgen til å diskutere om man ønsket å gå videre med tilbudet eller ikke. Styret aksepterte tilbudet fra [redacted] søndag ettermiddag 3. desember og term sheet ble signert samme kveld (men datert til 4. desember). Selskapet publiserte deretter Børsmelding om refinansiering før børsens åpningstid mandag 4. desember kl. 8:05.

Hva gjelder Selskapets vurdering rundt innsideinformasjon svarte Selskapet at man anså refinansieringen for å utgjøre innsideinformasjon da den omhandlet begge Selskapets to skip, hvilket utgjør rundt 92 % av Selskapets totale eiendeler og at tilbudet innebar vesentlig bedre betingelser sammenlignet med eksisterende finansiering.

3.3 Nye forespørsler fra Oslo Børs

På bakgrunn av mottatt informasjon fra Selskapet besluttet Oslo Børs å sende en ny forespørsel til Selskapet den 19. desember 2023. Selskapet ble bedt om å redegjøre nærmere for hvilke vurderinger Selskapet hadde gjort seg rundt hvorvidt mottak av signert term sheet fra [redacted] utgjorde innsideinformasjon fra 1. desember 2023, samt en begrunnelse for hvorfor forholdet først ble ansett for å utgjøre innsideinformasjon mandag 4. desember. Videre ble Selskapet bedt om å oversende styreprotokoller og annen dokumentasjon hvor innsideinformasjon var vurdert.

Selskapet besvarte henvendelsen den 21. desember 2023. Selskapet viste til at term sheet fra [redacted] var et fast, men ikke-forpliktende tilbud til Selskapet. Ettersom man også hadde mottatt flere andre tilbud, fant man at forholdet ikke ville utgjøre innsideinformasjon før Selskapet eventuelt skriftlig hadde akseptert tilbudet, slik at tilbudet var signert av begge parter.

Oslo Børs fulgte opp med nye forespørsler til Selskapet henholdsvis 21. desember 2023 og 9. januar 2024. Selskapet ble bedt om å redegjøre nærmere for hvorvidt de øvrige tilbudene om refinansiering også ble vurdert av styret i løpet av helgen, hvilke forhold Selskapet anså for å utgjøre innsideinformasjon (prosess med refinansiering eller det konkrete tilbudet fra [redacted]) og bakgrunnen for at man anså signering 4. desember som det avgjørende for om det forelå innsideinformasjon. Selskapet ble også bedt om å redegjøre for hvorfor man den 1. desember ikke anså det for å foreligge presise opplysninger, herav «*rimelig å forvente*» at signering ville finne sted i nærmeste fremtid, når man den 1. desember mottok det signerte tilbudet, informerte og anbefalte styret å godkjenne tilbudet samt informerte om at man tok sikte på signering 4. desember.

Henvendelsene ble besvart den 22. desember 2023 og 10. januar 2024. Selskapet viste til at det i sluttfasen primært var tilbudet fra [redacted] som ble vurdert opp mot eksisterende finansiering, men at styret tidligere hadde blitt informert om at administrasjonen arbeidet med en potensiell refinansiering og at man hadde mottatt tilbud fra flere banker. Selskapet bekreftet videre at det var signering av tilbudet med [redacted] man anså for å utgjøre innsideinformasjonen, ikke prosessen rundt refinansiering generelt. Selskapet viste i den forbindelse til at de først anså tilbudet for å utgjøre innsideinformasjon etter signering, da det først var fra signeringstidspunktet at Selskapet hadde bundet seg. Hva gjelder spørsmålet om hvorfor Selskapet ikke allerede den 1. desember anså det som rimelig å forvente at signering ville finne sted, svarte Selskapet at man på dette tidspunktet ikke kunne være sikre på om styret ville gå videre med refinansieringen og akseptere term sheet med [redacted]. Styret ble derfor gitt helgen til å diskutere forholdet før man konkluderte med at det forelå innsideinformasjon.

4. Oslo Børs' vurdering

4.1 Innsideinformasjon

Oslo Børs har valgt å ikke overprøve Selskapets vurdering av på hvilke tidspunkt forholdet utgjorde innsideinformasjon. Oslo Børs ønsker likevel å knytte noen merknader til Selskapets plikt til *løpende* å vurdere om og når det foreligger innsideinformasjon.

Selskapet har tidligere mottatt merknader fra Oslo Børs knyttet til Selskapets informasjonshåndtering. Herunder mottok Selskapet våren 2023 et brev fra børsen hvor Oslo Børs påpekte at det fremsto som at Selskapet ikke vurderte innsideinformasjon ved en kontraktsinngåelse løpende, men opererte med en generell norm om at avtaler som ble inngått på markedsmessige vilkår først ville utgjøre innsideinformasjon når

styregodkjennelse var på plass. Selskapet ble derfor ikke ansett for å ha tilstrekkelig gode rutiner for å håndtere og vurdere konkret om og når det foreligger innsideinformasjon.

I foreliggende sak har Oslo Børs sett nærmere på Melding om refinansiering, Selskapets redegjørelse og oversendt dokumentasjon. Basert på mottatt informasjon og dokumentasjon, kan det fremstå som at Selskapet også i denne saken har operert med en generell norm for når innsideinformasjon anses å foreligge. Dersom Selskapet har forholdt seg til en slik generell terskel, taler det i retning av at Selskapet fortsatt ikke har et tilstrekkelig bevisst forhold til definisjonen av innsideinformasjon.

Etter MAR artikkel 7 nr. 2 skal opplysninger anses som presise dersom de enten «*indikerer at en eller flere omstendigheter foreligger*», eller det er «*rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge* (...)».

I HR-2022-695-A kom Høyesterett med en presisering rundt fra hvilke tidspunkt / hvilken grad av sannsynlighet som kreves for at omstendigheter som enda ikke har inntrådt men senere vil kunne inntre, skal anses å utgjøre innsideinformasjon. I saken konkluderte Høyesterett med at det ikke kreves sannsynlighetsovervekt, men noe lavere enn sannsynlighetslikevekt, for at et forhold skal anses å utgjøre «*presise opplysninger*». I praksis innebærer dette at et forhold må anses informasjonssensitivt fra det tidspunktet det nærmer seg 50 % sannsynlig at forholdet vil inntre. Det sentrale ved vurderingen av vilkåret «*presise opplysninger*» ved forhold som ikke enda har inntrådt, er således hvorvidt det er rimelig å forvente at forholdet kommer til å inntre. Det kreves ikke sannsynlighetsovervekt, men er tilstrekkelig at det nærmer seg sannsynlig at forholdet vil inntre. Det er videre uten betydning om forholdet senere bortfaller. Det avgjørende er forholdene på vurderingstidspunktet.

Selskapet mottok et signert term sheet fra [redacted] fredag formiddag 1. desember 2023. Term sheetet knyttet seg til refinansiering av Selskapets to skip, hvilket utgjør skipene 92 % av Selskapets eiendeler. Det konkrete tilbudet fra [redacted] inneholdt vesentlig bedre betingelser enn den eksisterende finansieringen, hadde bedre avdragsprofil enn øvrige tilbud Selskapet hadde mottatt og var det eneste tilbudet som ble vurdert i perioden 1. – 4. desember 2023.

Etter børsens oppfatning var det således klarhet i flere sentrale forhold den 1. desember som kunne tilsi at det var «*rimelig å forvente*» at styret ville akseptere tilbudet og at Selskapet ville inngå avtale om refinansiering: Styret var kjent med at administrasjonen utforsket mulighetene for en refinansiering, tilbudet som Selskapet mottok var et svært attraktivt og godt tilbud på langt bedre vilkår enn eksisterende finansiering og med bedre avdragsprofil enn øvrige mottatte tilbud, administrasjonen innga en anbefaling til styret om å godkjenne tilbudet samt opplyste om at man tok sikte på signering 4. desember og det var kun tilbudet fra [redacted] som ble vurdert i løpet av helgen. Selv om Selskapets konklusjon fortsatt kunne blitt at det ikke forelå innsideinformasjon per 1. desember, tilsa omstendighetene klart at Selskapet burde ha vurdert disse opp mot definisjonen av innsideinformasjon.

Oslo Børs har bedt om å få oversendt styreprotokoller og annen relevant dokumentasjon som viser Selskapets løpende vurderinger rundt innsideinformasjon. Basert på mottatt dokumentasjon, kan det virke som at Selskapet ikke har vurdert forholdet løpende. Oversendt dokumentasjon inneholder primært kun vurderinger rundt en refinansiering for Selskapet og de positive sidene ved dette. Det eneste sporet av vurderinger rundt innsideinformasjon fremgår av en e-post fra administrasjonen til styret 1. desember, hvorav det opplyses om tilbudet, at administrasjonen foreslår å godkjenne dette samt at man tar sikte på signering 4. desember og at forholdet fra dette tidspunktet vil anses som innsideinformasjon.

Basert på overnevnte er det børsens oppfatning at Selskapet ikke har foretatt en konkret vurdering av om mottak av term sheet den 1. desember utgjorde innsideinformasjon. Selskapet synes i stedet å ha forholdt seg til en mer generell norm om at forholdet først vil utgjøre innsideinformasjon når tilbudet er blitt styrebehandlet og avtale er signert, hvilket ikke er i tråd med utsteders forpliktelser etter MAR. Dette er kritikkverdig. Det trekker videre i skjerpende retning at Selskapet senest i april 2023 mottok merknader fra Oslo Børs vedrørende tilsvarende forhold. Dette kan vitne om at Selskapet ikke har iverksatt tilstrekkelig effektive tiltak for å sikre gode rutiner for å håndtere og vurdere konkret om og når det foreligger innsideinformasjon.

Oslo Børs understreker at vurderinger av innsideinformasjon, for å være i tråd med utsteders forpliktelser etter MAR, skal gjøres løpende ut ifra den konkrete situasjonen. Styregodkjennelse, signatur eller øvrige selskapsrettslige forhold kan være relevante, men skal ikke benyttes som faste kriterier for å anse et forhold som innsideinformasjon. Vurderingen skal gjøres ut ifra det enkelte og konkrete tilfellet. Oslo Børs oppfordrer Selskapet sterkt til å på nytt gjennomgå sine interne rutiner og prosedyrer rundt vurdering og håndtering av innsideinformasjon.

Oslo Børs forbeholder seg retten til å kunne gjøre dette brevet offentlig tilgjengelig på børsens hjemmeside på samme grunnlag som andre beslutninger og uttalelser til veiledning for markedsaktørene.

3.2.2 1-kroners krav, Euronext Oslo Børs, 01.02.2024

Saken gjaldt kravet om at utsteders aksjer ikke kan være lavere enn NOK 1 i en sammenhengende periode på over seks måneder.

Det vises til nedenstående e-post korrespondanse mellom [redacted] («Selskapet») og Oslo Børs vedrørende utsteders løpende forpliktelser etter Oslo Regelbok II – Utstederregler («Regelbok II»), herunder kravet til at kursverdien av utsteders aksjer ikke skal være lavere enn NOK 1 jf. Regelbok II punkt 4.1.

Oslo Børs kontaktet Selskapet den 31. august 2023 og informerte om at Selskapets kursverdi sammenhengende over en periode på seks måneder hadde ligget under NOK 1. På denne bakgrunn ble Selskapet gjort oppmerksom på styrets forpliktelse til å iverksette avhjelpende tiltak senest innen fire måneder, samt styrets plikt til å innkalle til generalforsamling med forslag om å slå sammen aksjene (spleis) dersom avhjelpende tiltak som sikret overholdelse av forpliktelsen i Regelbok II punkt 4.1 ikke hadde funnet sted innen fire-måneders-fristen. Fristen for tiltak ble derfor opprinnelig satt til 31. desember 2023. Videre innvilget Oslo Børs [etter en konkret vurdering] en utsettelse av fire måneders fristen med én måned til 31. januar 2024.

Oslo Børs merker seg at Selskapet ikke har iverksatt avhjelpende tiltak for å sikre oppfyllelse av forpliktelsen i Regelbok II punkt 4.1. Videre har Selskapet ikke kalt inn til generalforsamling med forslag om sammenslåing av aksjene. Selskapet er således i brudd med utsteders løpende forpliktelser jf. Regelbok II punkt 4.1, og vil som følge av dette bli satt i Penalty Bench, på lik linje som øvrige utstedere. Penalty Bench er en særskilt seksjon hvor Oslo Børs kan plassere verdipapirer dersom utsteder ikke opptrer i henhold til regelverket. Selskapet vil bli stående i Penalty Bench til forholdet er rettet opp.

3.2.3 Argeo AS – Kommentarer til selskapets løpende informasjonsplikt og forbudet mot markedsmanipulasjon, 08.02.2024

Saken gjaldt offentliggjøring av transaksjon og finansieringsbehov i den forbindelse, samtidig som emisjonsplaner var besluttet utsatt offentliggjort. Euronext Oslo Børs påpeker at utelatelse av opplysninger kan være egnet til å villede markedet, og dermed være i strid med forbudet mot markedsmanipulasjon jf. MAR art. 15 og mot kravet om god forretningsskikk jf. vphl. § 3-7. Det er viktig at utstedere har en bevissthet med hensyn til informasjonen man gir i børsmeldinger, med det fokus at markedet får en mulighet til å prise effekten av informasjonen. Utstedere må derfor ha fokus på å gi presis informasjon og fremstilling, og kan heller ta med de forbehold som man anser påkrevd.

Det vises til børsmelding fra Argeo AS («**Selskapet**») av 27. september 2023 kl. 08:00 vedrørende inngåelse av strategisk allianse og avtaler med Shearwater GeoServices Holding («**Shearwater**»), herunder blant annet kjøp av skip («**Melding om samarbeid og transaksjon**»), samt etterfølgende børsmelding av 2. oktober 2023 kl. 10:00 om at man hadde sikret lånefinansiering for konvertering av skip kjøpt av Shearwater («**Melding om lånefinansiering**») og børsmelding av 19. oktober 2023 kl. 16:30 vedrørende planlagt emisjon for innhenting av NOK 250 millioner («**Melding om emisjon**»).

Som ledd i børsens oppfølging av løpende informasjonsplikt for selskaper tatt opp til handel, har avdeling for Markedsovervåkning ved Oslo Børs sett nærmere på de aktuelle børsmeldingene. Basert på dette ønsker Oslo Børs å knytte noen kommentarer til formuleringer og utelatelse av informasjon i Melding om samarbeid og transaksjon og Melding om lånefinansiering, samt kategorisering av børsmeldinger som inneholder innsideinformasjon.

2. Rettslig grunnlag

2.1 Offentliggjøring av innsideinformasjon

I henhold til Euronext Growth Regelbok Del II («**Regelbok II**») punkt 3.9.1 jf. 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 vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylt. Ved beslutning om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon skal dette varsles underhånden til Oslo Børs ved avdeling for Markedsovervåking, jf. Regelbok II punkt 3.9.2 (3).

2.2 Markedsmanipulasjon:

Det følger av MAR artikkel 15 at:

«Markedsmanipulasjon og forsøk på markedsmanipulasjon er forbudt.»

Hva som anses å utgjøre markedsmanipulasjon er definert i MAR artikkel 12 nr. 1, hvor det av bokstav c) blant annet fremgår at markedsmanipulasjon omfatter:

«Utbredelse av opplysninger gjennom mediene, herunder internett, eller på enhver annen måte som gir eller er egnet til å gi falske eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller kursen på et finansielt instrument (…), eller som sikrer eller er egnet

til å sikre kursen på ett eller flere finansielle instrumenter (…), herunder utbredelse av rykter, dersom vedkommende som har utbredt opplysningene, visste eller burde ha visst at opplysningene var falske eller villedende.»

2.3 God forretningsskikk

Det følger av verdipapirhandelloven («**vphl**») § 3-7 at:

«Ingen må benytte urimelige forretningsmetoder ved handel i finansielle instrumenter. God forretningsskikk skal iakttas ved henvendelser som rettes til allmennheten eller til enkeltpersoner og som inneholder tilbud eller oppfordring til å fremsette tilbud om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter eller som ellers har til formål å fremme handel i finansielle instrumenter.»

3. Faktiske omstendigheter

3.1 Underhåndenvarsling om emisjon til Oslo Børs ved avdeling for Markedsovervåking

Selskapet kontaktet Oslo Børs ved avdeling for Markedsovervåking den 25. september 2023 for å gi en underhåndenvarsling, i tråd med Regelbok II punkt 3.9.2 (3). Det fremkom av telefonsamtalen at man hadde satt i gang en prosess for en mulig emisjon for å innhente rundt NOK 250 millioner, og at beløpet blant annet skulle benyttes til kjøp av et skip. Wallcrossing skulle foretas, og ville muligens skje ca. to uker senere. Det ble videre opplyst om at avtale om kjøp av skip muligens ville bli inngått før man satte i gang emisjonen, og at dette i så fall ville bli offentliggjort umiddelbart. Det ble opplyst om at emisjonsplanene ikke ville bli nevnt ved slik offentliggjøring, men at det ville være underforstått gjennom en formulering som «subject to financing» eller lignende.

Selskapet kontaktet Oslo Børs på nytt den 17. oktober for å informere om at wallcrossing ville starte på ettermiddagen samme dag.

3.2 Melding om samarbeid og transaksjon

Den 27. september 2023 publiserte Selskapet Melding om samarbeid og transaksjon. Av børsmeldingen fremkom det blant annet at Selskapet hadde inngått Memorandum of Agreement for kjøp av skipet SW Bell fra Shearwater mot utstedelse av 20 123 625 vederlagsaksjer i Selskapet og kontantbetaling av USD 6 millioner («**Transaksjonen**»). Videre fremkom det at skipet skulle konverteres fra et tauet streamer-seismikkfartøy til et undervannsfartøy for inspeksjon, vedlikehold og reparasjon. Selskapet opplyste også om at man hadde mottatt indikativ plan for lånefinansiering fra bank på USD 12 millioner hvorav USD 10 millioner skulle brukes på kjøp og konvertering av skipet, og USD 2 millioner som kredittfasilitet.

3.3 Melding om lånefinansiering

Selskapet publiserte Melding om lånefinansiering den 2. oktober 2023. Av overskriften i børsmeldingen fremkom det at man «sikrer lånefinansiering» på USD 12 millioner for konvertering av skipet SW Bell kjøpt av Shearwater. Av børsmeldingen fremkom det at Selskapet hadde mottatt bindende lånetilbud fra en bank på nevnte beløp, hvorav USD 2 millioner skulle utgjøre en kredittfasilitet. I den norske versjonen av børsmeldingen fremkom det at resterende USD 10 millioner var allokert til konvertering av skipet, mens

det i den engelske versjonen av børsmeldingen fremkom at USD 10 millioner var allokert til kjøp *og* konvertering av skipet (og dermed implisitt minimum USD 4 millioner til konvertering etter fratrekk av kontantvederlaget i kjøpesummen). Selskapet har overfor Oslo Børs forklart at det er den norske versjonen som er riktig, men dette ble ikke korrigert overfor markedet.

Videre fremkom det av børsmeldingen at slik lånefinansiering var en betydelig milepæl i Selskapets utvikling «som sikrer finansiering for fremtiden og muliggjør konvertering av SW Bell». Det ble også angitt, i en uttalelse fra selskapets CEO inntatt i børsmeldingen, at «Vår innsats for å sikre finansiering til konverteringen av vårt nyeste fartøy understreker vår forpliktelse til vekst og utvidelse, samt den tilliten og støtten vi har fått fra finansinstitusjoner og markedet».

3.4 Melding om emisjon

I børsmelding 19. oktober 2023 annonserte Selskapet at man planla en rettet emisjon til en satt pris på NOK 3,20 per aksje for å innhente NOK 250 millioner. Det fremkom av børsmeldingen at emisjonen delvis skulle gjennomføres i forbindelse med Transaksjonen. Det ble opplyst om at emisjonsbeløpet, sammen med lånebeløpet på USD 12 millioner, skulle benyttes til (i) kontantoppgjøret for kjøpet av skipet i Transaksjonen (USD 6 millioner – ca. NOK 66 millioner), (ii) reaktivering og oppgradering capex relatert til Transaksjonen (ca. NOK 139 millioner), (iii) oppgradere capex relatert til et annet skip (ca. NOK 11 millioner), (iv) nedbetaling av leasing-fasilitet (USD 2 millioner – ca. NOK 22 millioner), (v) diverse utstyr capex (ca. NOK 16 millioner), (vi) tilbakebetaling av lån fra Innovasjon Norge (opptil NOK 23,5 millioner) og (vii) arbeidskapital og generelle selskapsformål.

Av korrespondansen med Selskapet forstår Oslo Børs det slik at (i), (ii) og deler av (vii) var kostnader knyttet til Transaksjonen, og at (vi) var en betingelse for banklånet.

3.5 Forespørsel fra Oslo Børs til Selskapet

I lys av Børsmeldingene og underhåndenvarslingen, sendte Oslo Børs ved avdeling for Markedsovervåking en forespørsel til Selskapet den 2. november 2023. I forespørselen ble Selskapet blant annet bedt om å redegjøre for behovet for å gjennomføre en rettet emisjon, samt Selskapets kommunikasjon til markedet forut for at emisjonen ble lansert, herunder med hensyn til Transaksjonen og finansieringen av denne.

Med hensyn til kapitalbehov i forbindelse med Transaksjonen forklarte Selskapet at totalt behov var ca. NOK 260 millioner bestående av ulike kostnadsposter, herunder USD 6 millioner (ca. NOK 66 millioner) i kontantoppgjør for skipet, USD 13 millioner (ca. NOK 143 millioner) for konvertering av skipet og NOK 50 millioner i arbeidskapitalbehov fra fullført reaktivering til første innbetaling fra kunde. Av banklånet annonsert i Melding om lånefinansiering kunne ca. USD 8 millioner / ca. NOK 86 millioner benyttes til finansiering av konverteringen av skipet (i stedet for USD 10 millioner, ettersom noe var øremerket nedbetaling av lån fra Innovasjon Norge). Basert på Selskapets redegjørelse forstår børsen dermed at samlet resterende kapitalbehov i forbindelse med Transaksjonen og konverteringen av skipet var NOK 174 millioner.

I tillegg hadde Selskapet kapitalbehov relatert til et annet skip, utstyr og nedbetaling av leasing, totalt NOK 50 millioner. Dermed var samlet kapitalbehov i Selskapet NOK 224 millioner. Ønsket emisjonsbeløp ble satt til NOK 250 millioner.

Når det gjelder kommunikasjonen til markedet forut for at emisjonen ble lansert, forklarte Selskapet at forhandlingene med Shearwater om pris og oppgjørsform og diskusjonene med bank ikke var konkludert, slik at utfallet med hensyn til emisjonsbeløp ikke enda var kjent for Selskapet. Selskapet vurderte at diskusjonene med Shearwater kunne bli negativt påvirket av offentliggjøring. Videre opplyste Selskapet om at en konkretisering av kapitalbehovet per 27. september 2023 kunne være egnet til å villede ettersom kapitalbehovet kunne endre seg. Det ble i den forbindelse vist til at nødvendig emisjonsbeløp var usikkert på grunn av kostnader tilknyttet ordinær drift, slik som arbeidskapital, banklån og forpliktelser under potensielt nye kontrakter. Det ble også vist til at man i ettertid ser at kontantstrømmen, opptrekksbetingelser fra bank, tidsplan for emisjon og betingelser i banklån endret seg, og at dette underbygger Selskapets vurdering om ikke å konkretisere kapitalbehovet i Melding om samarbeid og transaksjon. Om at Selskapet overfor Oslo Børs ved underhåndenvarsling den 25. september 2023 opplyste om mulig emisjon for å innhente NOK 250 millioner, forklarte Selskapet at dette ikke betydde at kapitalbehovet var klarlagt, og at det oppgitte beløpet kun var en størrelse i øvre sjikt av en mulig skala.

I sitt svar viste også Selskapet til presentasjoner av 31. august 2023, 20. september 2023 og 9. oktober 2023, med henvisninger til at disse opplyste om at vekst var antatt å ha en capex på NOK 250-300 millioner (31. august 2023) og NOK 270 millioner (20. september 2023 og 9. oktober 2023). Selskapet viste videre til Q2-kontantbeholdning på NOK 14 millioner, og opplyste overfor Oslo Børs at man derfor har vært tydelige på at vekst vil kreve kapital, selv om sammensetningen av egenkapital og gjeld var ukjent. Selskapet påpekte også at man ikke har kommunisert direkte eller indirekte overfor markedet at man hadde midler til å anskaffe og oppgradere skipet SW Bell uten å hente kapital.

4. Oslo Børs' vurdering

4.1 Formuleringer i børsmeldinger holdt opp mot forbudet mot markedsmanipulasjon og kravet om god forretningsskikk

Oslo Børs har sett nærmere på Melding om samarbeid og transaksjon og Melding om lånefinansiering. Av børsmeldingene fremkommer det at Selskapet vurderer Transaksjonen og banklånet for å utgjøre innsideinformasjon. Oslo Børs har ikke overprøvd disse vurderingene. Børsen stiller imidlertid spørsmål ved informasjonen og fremstillingen i børsmeldingene, og ønsker derfor å knytte noen kommentarer til innholdet holdt opp mot forbudet mot markedsmanipulasjon i MAR artikkel 15 og kravet om god forretningsskikk i vphl. § 3-7.

I Melding om samarbeid og transaksjon annonseres som nevnt Transaksjonen og at Selskapet skal konvertere det nyanskaffede skipet SW Bell fra et tauet streamer-seismikkfartøy til et undervannsfartøy for inspeksjon, vedlikehold og reparasjon. Det oppgis at kjøpesummen i Transaksjonen er USD 6 millioner og utstedelse av vederlagsaksjer i Selskapet. Børsmeldingen beskriver ikke hva konverteringen av skipet vil koste, men det oppgis at man har fått indikert lånefinansiering fra en bank på USD 12 millioner, hvorav USD 10 millioner skal benyttes til kjøp og konvertering av skipet (og dermed implisitt at minimum USD 4 millioner skal benyttes til konvertering). I Melding om lånefinansiering oppgis det at man har fått bindende tilbud på lånefinansieringen. Som nevnt under punkt 3.3 var det ulik ordlyd i norsk og engelsk versjon av slik børsmelding, som implisitt ga et uklart bilde med hensyn til om konverteringskostnaden ville være rundt USD 4 millioner eller USD 10 millioner. Til Oslo Børs har Selskapet oppgitt at kostnadsestimatet for konverteringen alene var USD 13 millioner.

Selskapet har overfor Oslo Børs argumentert for at det ikke er «kommunisert direkte eller indirekte overfor markedet at det hadde midler til å anskaffe og oppgradere båten uten å hente kapital». I lys av formuleringene i Melding om samarbeid og transaksjon og Melding om lånefinansiering, vurderer Oslo Børs at det av kommunikasjonen var vanskeligere å forstå at Selskapet *ikke* hadde slike tilstrekkelige midler. Børsmeldingene sier ingenting om kapitalbehov for å finansiere kjøpesummen. Børsmeldingene hadde heller ingen formulering om at Transaksjonen, konverteringen av skipet og/eller tilhørende arbeidskapitalkostnader var «subject to financing», «subject to further financing» eller lignende, som indikert til Oslo Børs ved underhåndenvarslingen. Når det gjelder konverteringen av skipet, kan de nevnte børsmeldingene gi inntrykk av at banklånet på USD 10 millioner var tilstrekkelig for konverteringen av skipet. Børsmeldingene nevner ingenting om at konverteringen ville koste mer enn hva banklånet ville dekke, og det fremkom ikke at konverteringen medførte et kapitalbehov for Selskapet. At dette ikke fremkom – kombinert med formuleringer om at banklånet var en betydelig milepæl, henvisning til innsatsen som var lagt ned for å «sikre finansiering til konverteringen av vårt nyeste fartøy» og at man «sikrer finansiering for fremtiden og muliggjør konvertering av SW Bell» – kan anses å være egnet til å villede markedet til å tro at konverteringen av skipet var fullfinansiert.

Som begrunnelse for at kapitalbehov ikke ble offentliggjort før Melding om emisjon den 19. oktober 2023, har Selskapet argumentert for at kapitalbehovet ikke var klarlagt i størrelse, og at en offentliggjøring kunne være egnet til å villede markedet ettersom kapitalbehovet kunne endre seg. Dette fremstår som argumentasjon knyttet til vilkårene for utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Uavhengig av om vilkårene for utsatt offentliggjøring av emisjonsplanene var oppfylt, vurderer Oslo Børs at Selskapet kunne og burde ha presisert i Melding om samarbeid og transaksjon og Melding om lånefinansiering at man hadde et kapitalbehov for å fullfinansiere både Transaksjonen og konverteringen samt tilhørende arbeidskapitalkostnader. Utelatelse av dette kan fremstå villedende.

Av Selskapets korrespondanse med Oslo Børs fremstår det som at det særlig var kostnadene knyttet til ordinær drift som var uavklart, og at dette var bakgrunnen for at endelig emisjonsbeløp ikke var klarlagt. Børsen forstår også av Selskapets svar at beløpet på USD 10 millioner, som skulle kunne brukes til konvertering av skipet, senere endret seg til ca. USD 8 millioner på grunn av betingelse om nedbetaling av annet lån. Selskapet visste imidlertid på tidspunktet for Melding om samarbeid og transaksjon og Melding om lånefinansiering at man isolert sett hadde kapitalbehov som knyttet seg til henholdsvis Transaksjonen, konverteringen og tilhørende arbeidskapitalkostnader, i tillegg til at man hadde et ytterligere kapitalbehov for andre kostnader. Det vises i den forbindelse til at Selskapet ved underhåndenvarslingen til Oslo Børs den 25. september – to dager før annonseringen av Transaksjonen og i underkant av fire uker før annonseringen av emisjonen på NOK 250 millioner – estimerte totalt kapitalbehov for Selskapet til å være NOK 250 millioner. Det vises også til at Selskapet i alle fall ved Melding om lånefinansiering den 2. oktober visste at kapitalbehovet for konverteringen isolert sett var større enn hva banklånet på USD 10 millioner kunne dekke, og at man ikke hadde finansiering til kjøpesummen i Transaksjonen eller til arbeidskapitalkostnader fra fullført konvertering til første innbetaling fra kunde. Mer presist fremstår det av Selskapets redegjørelser for Oslo Børs at man da visste at det samlede behovet for kjøpesummen, konverteringen og tilhørende arbeidskapitalkostnader var NOK 260 millioner minus et beløp rundt eller oppad begrenset til USD 10 millioner av banklånet, altså et kapitalbehov på rundt NOK 150 millioner.

Videre argumenterer Selskapet selv for at det var kjent gjennom selskapspresentasjoner i august, september og oktober at vekst ville kreve kapital, herunder med capex på NOK 250-300 millioner, selv om sammensetningen av egenkapital og gjeld var ukjent. Det er derfor uklart for Oslo Børs hvorfor det ikke kunne presiseres at akkurat denne Transaksjonen med tilhørende konvertering av skip ville kreve ytterligere kapital. I lys av

formuleringene og fremstillingen i Melding om samarbeid og transaksjon og Melding om lånefinansiering, kan det ikke forventes at markedet koblet antatt og uspesifisert capex fra selskapspresentasjoner til akkurat denne Transaksjonen med tilhørende konvertering av skip.

Det er viktig at utstedere har en bevissthet med hensyn til informasjonen man gir i børsmeldinger, med det fokus at markedet får en mulighet til å prise effekten av informasjonen. Utstedere må derfor ha fokus på å gi presis informasjon og fremstilling, og kan heller ta med de forbehold som man anser påkrevd. I lys av dette mener Oslo Børs at Selskapet kunne og burde ha presisert at Transaksjonen, konverteringen av skipet og tilhørende arbeidskapitalkostnader medførte et samlet kapitalbehov innenfor et estimert omfang, og at Selskapet heller kunne ha inkludert et forbehold om at behovet og størrelsen kunne endre seg. Nevnte informasjon kunne ha blitt gitt uten å offentliggjøre konkrete emisjonsplaner og eksakt emisjonsbeløp.

På bakgrunn av det ovennevnte ønsker Oslo Børs å understreke viktigheten av at selskaper tatt opp til handel har et bevisst forhold til formuleringer som benyttes og hvordan situasjoner og forhold fremstilles i børsmeldinger. Utelatelse av opplysninger kan være egnet til å villede markedet, og kan dermed være i strid med forbudet mot markedsmanipulasjon jf. MAR art. 15 og mot kravet om god forretningsskikk jf. vphl. § 3-7. Selskapet bes derfor om å ha et mer bevisst forhold til hvordan man velger å ordlegge seg og hvordan man fremstiller forhold i fremtidige børsmeldinger.

4.2 Kategorisering av børsmeldinger

Oslo Børs ønsker videre å knytte en kommentar til Selskapets kategorisering av Melding om samarbeid og transaksjon samt Melding om emisjon. Begge børsmeldingene ble av Selskapet kategorisert som «annen informasjonspliktig regulatorisk informasjon». Dette skulle tilsi at Selskapet ikke anså innholdet i meldingene for å utgjøre innsideinformasjon, men likevel som meldepliktig informasjon til markedet. Av selve børsmeldingene fremkommer det imidlertid at Selskapet vurderer informasjonen som innsideinformasjon. For øvrig observerer børsen at Selskapet nesten konsekvent bruker kategorien «annen informasjonsplikt regulatorisk informasjon» på sine børsmeldinger, og dette tilsier et lite bevisst forhold til bruken av meldingskategorier generelt.

Oslo Børs minner om viktigheten av korrekt kategorisering av børsmeldinger, for å sikre at markedet blir tilstrekkelig opplyst. I denne sammenheng minnes det om at Oslo Børs har utarbeidet en veiledning for meldingskategorier, som er tilgjengelig i NewsPoint under hjelp - Kategoriveiledning. Selskapet bes sette seg godt inn i veiledningen i forbindelse publisering av fremtidige børsmeldinger.

5. Avsluttende merknader

Oslo Børs forbeholder seg retten til å gjøre dette brevet offentlig tilgjengelig på børsens hjemmeside på samme grunnlag som andre beslutninger og uttalelser til veiledning for markedsaktørene.

3.2.4 [redacted] – sen offentliggjøring innsideinfo, Euronext Oslo Børs, 13.03.2024

Saken gjelder sen offentliggjøring av innsideinformasjon, herunder offentliggjøring etter børsåpning når innsideinformasjon oppsto kvelden før.

Det vises til nedenstående e-post korrespondanse mellom [redacted] («**Selskapet**») og Oslo Børs i forbindelse med børsmelding fra [redacted] vedrørende ny [redacted], som ble kategorisert som innsideinformasjon.

Det følger av MAR artikkel 17 nr. 1 jf. artikkel 7 og Oslo Børs Regelbok II punkt 4.2.1 at utsteder skal offentliggjøre innsideinformasjon «så snart som mulig». I «så snart som mulig» ligger det normalt kun den tid det tar å utforme børsmeldingen om forholdet. Plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon så snart som mulig gjelder videre uavhengig av børsens åpningstid. Regelverket medfører ikke en generell plikt til døgnkontinuerlig beredskap, men der utsteder på forhånd forventer, er klar over eller burde være klar over at en bestemt hendelse vil materialisere seg, vil akseptabel tid for offentliggjøring normalt være kortere enn for uventede hendelser. Det vil da stilles krav til at utsteder på forhånd har lagt forholdene til rette for en rask og sikker informasjonshåndtering. Eksempelvis vil dette innebære at der innsideinformasjon oppstår etter børsens stengetid en dag, må utsteder sørge for å få ut informasjonen ut så snart som mulig og bør senest ha informasjonen ute før børsåpning påfølgende dag, herav før kl. 09:00.

Oslo Børs merker seg at Selskapet i tidligere korrespondanse har bekreftet at man anså innsideinformasjon for å foreligge fra man mottok en bekreftelse fra [redacted] på at produktet skulle lanseres i markedet, som Selskapet mottok den [redacted] kl. 20:38. I tillegg hadde Selskapet allerede utformet utkast til børsmelding og slik lagt til rette for raskt å kunne få ut informasjonen. Børsmeldingen fra Selskapet ble likevel først publisert av Selskapet [redacted] 2024 kl. 09:40, herav 40 minutter etter børsens åpningstid. Selskapet er således i brudd med utsteders løpende informasjonsplikt og plikten til å offentliggjøre informasjon «så snart som mulig» jf. Regelbok II punkt 4.2.1.

Oslo Børs finner regelbruddet uheldig. Da det likevel er tale om et kortvarig brudd på 40 minutter har Oslo Børs besluttet å ikke forfølge saken videre utover denne e-posten. Selskapet gjøres likevel oppmerksom på at saken *kan* tillegges vekt ved eventuelle gjentatte brudd på børsens regelverk.

3.2.5 [redacted] Notifikasjon, samt krav til innhold og kategorisering for børsmelding om innsideinformasjon, Euronext Oslo Børs, 05.04.2024

Saken gjelder oversittet frist for å sende skriftlig melding/notifikasjon ved offentliggjøring av innsideinformasjon som har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring, samt brudd på innholds- og kategoriseringskrav for børsmeldinger hvor innsideinformasjon formidles.

Det vises til børsmelding fra [redacted] («**Selskapet**») av [redacted] kl. 16:48 vedrørende avtale med [redacted]. Selskapet kontaktet Oslo Børs per telefon [redacted] for å informere om at forholdet utgjorde innsideinformasjon og at man hadde besluttet utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Det vises også til telefonsamtale mellom Oslo Børs og Selskapet [redacted] hvor Selskapet informerte om at forholdet ville bli offentliggjort samme dag, og til telefonsamtale dagen deretter, etter at forholdet var offentliggjort i børsmelding. Oslo Børs etterspurte da skriftlig melding om at forholdet var offentliggjort («**Notifikasjon**»), samt informerte Selskapet om at det var mangler i børsmeldingen. Dette utdypes nedenfor.

Når det gjelder Notifikasjonen, viser vi til Euronext Growth Oslo Regelbok II («Regelbok II») punkt 3.9.4 om at utsteder ved offentliggjøring av innsideinformasjon som har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring skal sende melding om dette til Oslo Børs via funksjonalitet i NewsPoint, iht. MAR artikkel 17 nr. 4 tredje ledd og Kommisjonsforordning

(EU) 2016/1055) artikkel 4 nr. 2 og 3. Selskapet opplyste per telefon at man var klar over dette kravet til å sende Notifikasjon. Fristen er umiddelbart etter offentliggjøring. Oslo Børs vurderer det derfor som kritikkverdig at Notifikasjon ikke ble innsendt før dagen etter offentliggjøring etter muntlig forespørsel og påminnelse fra Oslo Børs.

Videre innfridde ikke børsmeldingen innholdskravene som stilles til melding om innsideinformasjon, herunder at det blant annet skal fremgå av meldingen at informasjonen utgjør innsideinformasjon i henhold til MAR, jf. Kommisjonsforordning (EU) 2016/1055. Dette utgjør et brudd Regelbok II punkt 3.9.1 om at innsideinformasjon skal offentliggjøres i samsvar med MAR artikkel 17 og artikkel 2 i nevnte kommisjonsforordning. I meldingen ble det heller ikke angitt at informasjonen er underlagt kravene til offentliggjøring iht. verdipapirhandelloven § 5-12, jf. Regelbok II punkt 3.13.1 (4) og verdipapirforskriften § 5-9 (5).

Oslo Børs ønsker videre å knytte en kommentar til Selskapets kategorisering av børsmeldingen som «Annen informasjonspliktig regulatorisk informasjon» i stedet for som «Innsideinformasjon». Slik kategorisering skulle tilsi at Selskapet ikke anså informasjon for å utgjøre innsideinformasjon, men kun som annen meldepliktig informasjon til markedet. Oslo Børs vurderer det som uheldig at Selskapet ikke har et mer bevisst forhold til bruken av meldingskategori, særlig sett i lys av at publisering av Børsmeldingen skjedde relativt kort tid etter at Selskapet selv mente at informasjonen utgjorde innsideinformasjon. Oslo Børs minner om viktigheten av korrekt kategorisering av børsmeldinger, for å sikre at markedet blir tilstrekkelig opplyst. I denne sammenheng minnes det om at Oslo Børs har utarbeidet en veiledning for meldingskategorier, som er tilgjengelig i NewsPoint under hjelp - Kategoriveiledning. Selskapet bes sette seg godt inn i veiledningen i forbindelse publisering av fremtidige børsmeldinger.

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.

3.2.6 [redacted] – Information management and confidentiality financial information, Euronext Expand, 25.04.2024

This case concerned the leakage of financial information regarding an issuer from a shareholder in a digital forum. The information concerned concrete figures relating to revenue, cash reserves and EBITDA, and the issuer's annual report had not yet been published. However, the leaked figures were within the guidance range that the issuer had given in the annual report the previous year, and as repeated in the issuer's last quarterly report. The issuer therefore considered that the leaked information did not constitute inside information. Euronext Oslo Børs criticized the issuer as issuers should in any case on a general basis have adequate procedures for confidentiality and the management of financial information.

Oslo Børs considers it very unfortunate that a shareholder possesses and leaks unpublished financial information regarding the Company. In this connection, we refer to the below rules and guidance with regard to information management and equal treatment.

Pursuant to Rule Book II Section 4.6.1, "Any notice, document or other information sent to shareholders should be made public no later than the time at which such notice is distributed". Furthermore, the Norwegian Code of Practice for Corporate Governance Section 13 states that "The board of directors should establish guidelines for the company's reporting of financial and other information based on openness and taking into account the

requirement for equal treatment of all participants in the securities market". Both express a principle of simultaneous access to information for the shareholders.

Reference is also made to Rule Book II Section 4.2.1.1 regarding inside information that presupposes that issuers have incorporated procedures for managing financial reports during the period between the board's approval of the report and the publication of the report, which ensures the necessary confidentiality. In this connection, we wish to emphasize that Oslo Børs also considers that issuers on a general basis should have procedures for confidentiality and the managing of financial information.

Based on the provided information and assessments by the Company, we have decided to not look any further into the matter and hereby regard the matter as closed. We do however request that the Company reviews and improvs its routines with regard to information management. Please also be advised that the matter may be of significance in the event of any future breaches to any of the Euronext Rule Books.

3.2.7 Sen innsendelse av redegjørelse for fortsatt notering, 16.05.2024

Saken gjelder for sen innsendelse av redegjørelse for fortsatt notering etter inngåelse av avtale om transaksjon som innebærer en vesentlig endring.

Det vises til Euronext Growth Regelbok II punkt 3.16.3 (2), jf. punkt 3.16.3 (1), hvor det fremgår at en utsteder som inngår avtale om transaksjon som innebærer en endring på mer enn 75% av utstederens eiendeler eller på annen måte endrer karakter tilsvarende en fusjon, senest 15 handelsdager etter avtaleinngåelsen skal sende en orientering til Oslo Børs med en redegjørelse («**Redegjørelsen**») for om selskapet etter endringen/transaksjonen fortsatt oppfyller vilkårene for opptak til handel på Euronext Growth Oslo.

Oslo Børs mottok Redegjørelsen fra [redacted] (tidligere [redacted]) («**Selskapet**») den 30. april 2024. I Redegjørelsen fremgår det at transaksjonsavtalen som utløste plikten til å sende Redegjørelsen ble vedtatt av Selskapets styret den 27. mars 2024, hvilket innebærer at fristen for innsendelse av Redegjørelsen var 22. april 2024. Den 23. april 2024, dvs. dagen *etter* fristens utløp, mottok Oslo Børs en henvendelse fra Selskapets juridiske rådgiver, Advokatfirmaet [redacted] v./ advokat [redacted], hvor det fremgikk at Selskapet *«er i prosess med utarbeidelse av informasjon for presentasjon av selskapet og hadde satt pris på om fristen for levering av denne redegjørelsen kunne settes til mandag 29. april kl. 16*». Oslo Børs responderte at børsen «*tar dette til orientering*», ettersom fristen på dette tidspunktet allerede var oversittet.

Selskapet har følgelig oversittet fristen for innsendelse av Redegjørelsen med seks handelsdager. Oslo Børs vurderer hendelsen som uheldig, og ber om at Selskapet gjennomgår sine rutiner på området for å sikre at lignende redegjørelser for fremtiden sendes rettidig i samsvar med børsens regelverk.

Som det fremgår av Euronext Growth Oslo Regelbok Del II punkt 3.17.4 kan Oslo Børs (1) ved brudd på børsens regelverk, vedta å gi utstederen offentlig kritikk; eller (2) ved vesentlige brudd på børsens regelverk, ilegge overtredelsesgebyr. 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.

3.2.8 Lifecare AS – Merknader til løpende informasjonsplikt og offentliggjøring av innsideinformasjon, 03.06.2024

Saken gjaldt plikt til løpende og vurdere om og når det foreligger innsideinformasjon. Oslo Børs bemerket at vurderingen må gjøres fortløpende og at det er viktig at utsteder har tilstrekkelig gode rutiner for å vurdere og offentliggjøre innsideinformasjon i tråd med regelverket.

1. Introduksjon og oppsummering

Det vises til børsmelding fra Lifecare AS («**Selskapet**») av 21. mars 2024 kl. 08:00 hvor det fremkommer at Selskapet tildeles et nytt patent («**Børsmelding om tildeling av nytt patent**»). Videre vises det til korrespondanse mellom Selskapet og Oslo Børs ASA («**Oslo Børs**») i perioden april – mai 2024 vedrørende Selskapets informasjonshåndtering i forbindelse med Børsmelding om tildeling av nytt patent samt Selskapets vurderinger knyttet til vilkårene for utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon.

Som ledd i børsens oppfølging av løpende informasjonsplikt for selskaper tatt opp til handel, har avdeling for Markedsovervåkning ved Oslo Børs sett nærmere på forholdet. Oslo Børs har besluttet å ikke overprøve Selskapets vurdering av om tildeling av et nytt patent utgjorde innsideinformasjon. Oslo Børs ønsker likevel å knytte noen merknader til Selskapets håndtering av innsideinformasjon og plikten til å så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon som direkte vedrører utstederen jf. Euronext Growth Oslo Regelbok - Del II («**Regelbok II**») punkt 3.9.1, jf. Markedsmisbruksforordningen («**MAR**») artikkel 17 nr. 1.

2. Rettslig grunnlag

2.1 Offentliggjøring av innsideinformasjon

I henhold til Regelbok II punkt 3.9.1, jf. MAR artikkel 17 nr. 1 skal utsteder så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon som direkte vedrører utstederen. I henhold til MAR artikkel 7 nr. 1 a) utgjør innsideinformasjon:

«*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*.»

Videre følger det av MAR artikkel 7 nr. 2 at informasjonen skal anses å være presis dersom:

«*de indikerer at en eller flere omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge, eller en hendelse som har inntruffet, eller som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe, dersom disse opplysningene er tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen disse omstendighetene eller denne hendelsen kan ha på kursene på de finansielle instrumentene (…)*.»

2.2 Utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon

Etter Regelbok II punkt 3.9.2, jf. MAR artikkel 17 nr. 4 kan utsteder, på eget ansvar, beslutte utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon dersom følgende vilkår er innfridd:

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.

Dersom utsteder beslutter utsatt offentliggjøring skal utsteder uoppfordret og umiddelbart gi Oslo Børs melding om forholdet, herunder bakgrunnen for utsettelsen, jf. Regelbok II punkt 3.9.2 (3).

3. Faktiske omstendigheter

3.1 Melding om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon

Den 20. mars 2024 kl. 11:23 ringte Selskapet til Markedsovervåking ved Oslo Børs for å informere om Selskapets beslutning om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Selskapet informerte om at man holdt på å opprette en innsideliste i forbindelse med at Selskapet hadde mottatt en bekreftelse på tildeling av et nytt patent. Selskapet opplyste videre om at det ville forberede en børsmelding, og at Selskapet tok sikte på å offentliggjøre informasjonen rundt kl. 08:00 påfølgende dag, den 21. mars 2024.

På spørsmål fra børsen om hvorfor Selskapet trengte så lang tid på å utarbeide en børsmelding, svarte Selskapet at vedkommende som skulle utforme meldingen trengte tid til å gjøre dette og at vedkommende også hadde øvrige arbeidsoppgaver som måtte ferdigstilles. Selskapet tok derfor sikte på offentliggjøring av informasjonen før børsåpning den 21. mars 2024.

Avdeling for Markedsovervåking informerte per telefon om at utsteder må ha en legitim grunn for å beslutte utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Videre ble det opplyst om at utsteder plikter å ha tilstrekkelige ressurser for å sikre overholdelse av børsens regelverk.

3.2 Børsmelding om tildeling av nytt patent

Den 21. mars 2024 kl. 08:00 publiserte Selskapet Børsmelding om tildeling av nytt patent, hvor det fremgikk at The European Patent Office («**EPO**») hadde besluttet å tildele Selskapet et nytt patent («**Patentet**»). Patentet knytter seg til kjemisammensetninger og fremgangsmåte for fremstilling av sammensetning og bruk knyttet til Selskapets væskesammensetning og hvordan denne reagerer på glukose. Børsmeldingen ble kategorisert som innsideinformasjon.

3.3 Forespørsel fra Oslo Børs til Selskapet

På bakgrunn av informasjon gitt til Oslo Børs i forbindelse med beslutning om utsatt offentliggjøring samt informasjon i Børsmelding om tildeling av nytt patent, besluttet

avdeling for Markedsovervåking ved Oslo Børs å sende en forespørsel til Selskapet den 8. april 2024.

Selskapet ble bedt om å redegjøre for bakgrunnen for at Selskapet besluttet utsatt offentliggjøring samt å gi en nærmere beskrivelse av Selskapets vurderinger knyttet til om vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt.

Forespørselen ble besvart den 11. april 2024. Selskapet viste til at arbeidet med å utarbeide en børsmelding ble igangsatt så fort Selskapet ble klar over meddelelsen fra EPO om tildeling av Patentet. (Oversendt dokumentasjon viser at Selskapet mottok tildelingsbrevet den 19. mars 2024 kl. 11:44, men Selskapet har informert børsen om at det først ble klar over tildelingen påfølgende dag, 20. mars 2024.)

Selskapet har forklart at det, etter å ha blitt kjent med tildelingen, anså det nødvendig å skaffe seg full oversikt over EPO's beslutning om tildelingen av Patentet, holdt opp mot Selskapets tidligere kommunikasjon til markedet og opprinnelige søknad, før en børsmelding kunne offentliggjøres. Selskapet besluttet derfor å involvere Selskapets Chief Security Officer (CSO) og teamleder for kjemi. Den 20. mars 2024 var Selskapets CSO på vei til ferie etter avsluttet ISO sertifisering i Tyskland. Videre var Selskapets teamleder for kjemi på vei til ferie i Thailand. Gjennomgang av EPOs beslutning og kvalitetssikring av informasjonen ville således bli noe mer tidkrevende enn forutsatt. På denne bakgrunn besluttet Selskapet å opprette en innsideliste samt å melde inn forholdet på utsatt offentliggjøring til Oslo Børs. Om begrunnelsen for Selskapets beslutning om utsatt offentliggjøring holdt opp mot vilkårene i MAR artikkel 17 nr. 4, viste Selskapet til at det både var i Selskapets og markedets interesse at Selskapet sørget for kvalitetssikring av det innvilgede patentet før informasjonen gikk ut til markedet.

3.4 Nye forespørsler fra Oslo Børs til Selskapet

På bakgrunn av mottatt informasjon besluttet Oslo Børs å sende en ny forespørsel til Selskapet den 29. april 2024.

Selskapet ble bedt om å redegjøre nærmere for korrespondansen mellom EPO og Selskapet i forkant av EPOs beslutning om tildeling av Patentet samt å bekrefte hvorvidt Selskapet hadde fått noen indikasjoner på tidspunkt og/eller utfall fra EPO i forkant av tildelingen.

Selskapet bekreftet per e-post samme dag at det ikke hadde vært noen korrespondanse mellom Selskapet og EPO før tildelingen og at Selskapet ikke hadde mottatt noen indikasjoner på tildeling av Patentet i forkant.

Oslo Børs rettet en ny forespørsel til Selskapet den 30. april 2024. Selskapet ble bedt om å oversende bekreftelsen på tildelingen fra EPO samt å gi en nærmere redegjørelse for hva som konkret måtte kvalitetssikres og gjennomgås av både CSO og teamleder i kjemi før Selskapet kunne utarbeide en børsmelding om forholdet.

Selskapet besvarte forespørselen 2. mai 2024. Selskapet viste til at det etter mottak av beslutning om tildeling av Patentet fra EPO, vurderte at det var nødvendig å få full oversikt over Patentet, herunder om dette var i samsvar med søknaden fra 2018 og senere kommunikasjon. CSO og teamleder i kjemi ble derfor koplet på for å gjennomgå tildelingen. Etter at CSO og teamleder i kjemi hadde gjennomgått tildelingsbrevet konkluderte Selskapet med at beslutningen var i samsvar med Selskapets forventninger og tidligere kommunikasjon. Selskapet utarbeidet deretter Børsmelding om tildeling av nytt patent, som ble offentliggjort 21. mars 2024 kl. 08:00.

Endelig rettet Oslo Børs en forespørsel til Selskapet den 15. mai 2024. Oversendt dokumentasjon viste at Selskapet mottok tildelingsbrevet fra EPO den 19. mars 2024 kl. 11:44. Børsen ba Selskapet bekrefte at dette stemte, samt redegjøre for bakgrunnen for at vurderingen av innsideinformasjon ikke ble foretatt 19. mars 2024, men først påfølgende dag, den 20. mars 2024.

Selskapet svarte at CEO, som var eneste mottaker av tildelingsbrevet fra EPO, hadde vært på reise den 19. mars 2024 og først så e-posten påfølgende dag. Umiddelbart etter at e-postens innhold ble kjent for Selskapet ble vurderingen av innsideinformasjon foretatt.

4. Oslo Børs' vurdering

4.1 Vurdering av og offentliggjøring av innsideinformasjon

Oslo Børs har besluttet å ikke overprøve Selskapets vurdering av om tildeling av Patentet utgjorde innsideinformasjon. Oslo Børs ønsker likevel å knytte noen kommentarer til Selskapets plikt til løpende å vurdere og offentliggjøre innsideinformasjon.

Oslo Børs har sett nærmere på Børsmelding om tildeling av nytt patent, Selskapets redegjørelser og oversendt dokumentasjon i form av tildelingsbrevet fra EPO datert 19. mars 2024 og Selskapets innsideliste datert 20. mars 2024. Basert på mottatt informasjon, fremstår det for børsen som at Selskapet ikke har hatt tilstrekkelig gode rutiner for å vurdere og offentliggjøre innsideinformasjon i tråd med regelverket.

Utstedere tatt opp til handel på Oslo Børs, Euronext Expand og Euronext Growth Oslo er underlagt reglene i MAR, hvilket blant annet innebærer at utsteder er forpliktet til å så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon, jf. MAR artikkel 17 nr. 1. Formålet bak regelen er å sikre lik behandling av aktørene i markedet, blant annet ved å sørge for rask og simultan formidling av sensitiv informasjon som direkte angår utsteder. Det er derfor viktig at utstedere har et bevisst forhold til reglene om innsideinformasjon og har rutiner som sikrer at forpliktelsene følges opp og overholdes. Dette inkluderer rutiner for effektiv håndtering og offentliggjøring av innsideinformasjon.

Selskapet søkte om tildeling av Patentet i 2018. I en børsmelding av 8. november 2023 ga Selskapet en oppdatering rundt status på søknaden, hvor det fremgikk at EPO hadde informert Selskapet om dets intensjon om å tildele Selskapet Patentet. Videre opplyste Selskapet i børsmeldingen om at det forventet at endelig tildeling fra EPO ville finne sted innen seks måneder.

Den 19. mars 2024 kl. 11:44 mottok Selskapet bekreftelse fra EPO på tildeling av Patentet. Som følge av at CEO var på reise, ble imidlertid Selskapet først klar over meddelelsen påfølgende dag, 20. mars 2024.

Børsen finner det uheldig at Selskapet først ble klar over tildelingen av Patentet den 20. mars 2024. MAR oppstiller riktig nok ikke krav om at innsideinformasjon skal vurderes øyeblikkelig etter mottak eller at utsteder skal ha døgnkontinuerlig bemanning for å sikre overholdelse av regelverket. Børsen har derfor forståelse for at det i enkelte situasjoner kan gå noe tid fra utsteder mottar informasjon, til utsteder får vurdert om forholdet utgjør innsideinformasjon.

Børsen forventer imidlertid at utsteder har på plass rutiner som sikrer rask offentliggjøring av informasjonen så snart utsteder blir klar over denne og konkluderer med at forholdet utgjør innsideinformasjon. Dette gjelder særlig i de tilfeller der utsteder er eller burde være

klar over at utsteder vil kunne komme til å motta potensiell innsideinformasjon i nærmeste fremtid.

I foreliggende sak var Selskapet kjent med at det ville kunne motta bekreftelse på tildeling av Patentet i det aktuelle tidsrommet. Selskapet kunne derfor ha forberedt seg på og sikret rask håndtering av informasjonen, eksempelvis ved å utforme utkast til en børsmelding i forkant. Det forhold at Selskapet, etter å ha besluttet utsatt offentliggjøring, benyttet nesten en hel handelsdag på å utforme og publisere Børsmelding om tildeling av nytt patent, kan etter børsens vurdering ikke anses å være i tråd med kravet til offentliggjøring av innsideinformasjon «*så snart som mulig»,* jf. MAR artikkel 17 nr. 1.

Oslo Børs merker seg videre at Børsmelding om tildeling av nytt patent ble kategorisert som innsideinformasjon. Meldingen oppfyller imidlertid ikke innholdskravene til meldinger om innsideinformasjon, jf. Kommisjonsforordning 2016/1055, jf. MAR.
Oslo Børs anser de overnevnte forhold vedrørende Selskapets informasjonshåndtering som kritikkverdig. Det forventes at Selskapet forbedrer sine rutiner samt gjør seg kjent med innholdskravene for å sikre at fremtidige børsmeldinger som inneholder innsideinformasjon utformes og offentliggjøres i tråd med regelverket.

4.2 Vilkår for utsatt offentliggjøring

Endelig ønsker Oslo Børs å knytte noen merknader til Selskapets vurdering av vilkårene for utsatt offentliggjøring.

Basert på den samlede korrespondansen mellom Oslo Børs og Selskapet, er det for det første noe uklart for børsen om utsatt offentliggjøring ble begrunnet i et reelt kvalitetssikringsbehov eller i interne kapasitetsutfordinger.

I e-post korrespondanse mellom Selskapet og Oslo Børs, har Selskapet forklart at utsatt offentliggjøring ble begrunnet i et behov for å kvalitetssikre informasjonen i tildelingen fra EPO holdt opp mot søknaden fra 2018 og etterfølgende korrespondanse. Selskapet har anført at det var nødvendig å involvere både Selskapets CSO og teamleder i kjemi for å kvalitetssikre informasjonen før den gikk ut til markedet. Da kvalitetssikring av informasjonen tok noe tid klarte ikke Selskapet å få ut en børsmelding for å utligne innsideinformasjonen den 20. mars 2024.

I forbindelse med Selskapets innmelding av utsatt offentliggjøring til Oslo Børs per telefon den 20. mars 2024 kl. 11:23, opplyste imidlertid Selskapet at bakgrunnen for beslutningen om utsatt offentliggjøring var at vedkommende som skulle utarbeide Børsmelding om tildeling av Patentet måtte ha tid til å gjøre dette og at vedkommende hadde øvrige arbeidsoppgaver som også måtte ferdigstilles.

Etter Oslo Børs' oppfatning synes det således ikke å være samsvar mellom begrunnelsen Selskapet ga ved innmelding om utsatt offentliggjøring den 20. mars 2024 og etterfølgende skriftlige redegjørelser fra Selskapet.

Børsen har også vanskelig for å se at det var nødvendig å involvere både Selskapets CSO og teamleder i kjemi for å sette Selskapet i stand til å utarbeide Børsmelding om tildeling av nytt patent. Tildelingsbrevet fra EPO var kun på to sider. Videre var Børsmelding om tildeling av nytt patent utformet som en forholdsvis kort børsmelding, uten tekniske beskrivelser eller lengre utgreiinger.

Endelig er det etter børsens vurdering høyst usikkert om Selskapet i dette tilfellet kunne påberope kvalitetssikring av informasjonen som en legitim grunn for å beslutte utsatt offentliggjøring.

Et sentralt vilkår for å kunne beslutte utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon er at utsteder kan påvise at umiddelbar offentliggjøring av innsideinformasjonen vil være «*egnet til å skade de legitime interessene til utstederen*», jf. MAR artikkel 17 nr. 4 a).

Det er en beskyttelsestankegang som begrunner en slik utsettelse, hvor hensynet til utsteder og dermed aksjonærene anses viktigere enn at innsideinformasjonen gis markedet umiddelbart. Det må foretas en avveiing av markedets behov for informasjon og utsteders behov for hemmelighold, og det skal være en klar overvekt til fordel for utsteder før informasjonsplikten kan utsettes.

Børsen har forståelse for at det i enkelte situasjoner kan anses både hensiktsmessig og formålstjenlig å kvalitetssikre informasjon før den offentliggjøres til markedet. I foreliggende sak har Oslo Børs likevel vanskelig for å se at umiddelbar offentliggjøring av informasjonen var egnet til å skade Selskapets legitime interesser.

Tvert imot måtte tildeling av Patentet anses som positive nyheter for Selskapet. Til tross for at Selskapets CSO og teamleder i kjemi ikke hadde fått gjennomgått tildelingen i detalj, kunne Selskapet ha valgt å informere markedet om at det hadde mottatt beslutning om tildeling av Patentet fra EPO, samtidig som det ble opplyst om at Selskapet trengte noe tid til å gjennomgå beslutningen. Ved en slik fremgangsmåte ville Selskapet ha sørget for rask offentliggjøring av informasjonen, samtidig som Selskapet ville fått tid til å gjennomgå tildelingen og dets innhold i mer detalj før ytterligere informasjon eventuelt ble offentliggjort til markedet.
Børsen kan derfor ikke se at det var klar overvekt til fordel for Selskapet for å utsette offentliggjøringen, og det er således børsens vurdering at vilkårene for utsatt offentliggjøring ikke var oppfylt den 20. mars 2024.

Oslo Børs merker seg likevel at Selskapet publiserte Børsmelding om tildeling av nytt patent før børsåpning den 21. mars 2024, og at det derfor må antas at innsideinformasjonen ikke har hatt betydelig negativ innvirkning på aktørene i markedet. Dette er et moment som trekker i formildende retning.

5. Avsluttende merknader

Som det fremgår ovenfor, har Oslo Børs valgt å ikke overprøve Selskapets vurdering av om tildeling av nytt patent utgjorde innsideinformasjon. Børsen har imidlertid valgt å knytte enkelte merknader til Selskapets informasjonshåndtering, hensett til at det kan virke som at Selskapet ikke har tilstrekkelig gode rutiner for å håndtere og offentliggjøre innsideinformasjon. Vi gjør i den forbindelse oppmerksom på at vi på våre nettsider har et digitalt kurs som gir en introduksjon til løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper. Børsen oppfordrer sterkt til at relevante ansatte i Selskapet tar dette kurset. Kurset og presentasjon finner dere her: Kurs og seminarer | Oslo Børs (euronext.com)

Oslo Børs forbeholder seg retten til å kunne gjøre dette brevet offentlig tilgjengelig på børsens hjemmeside på samme grunnlag som andre beslutninger og uttalelser til veiledning for markedsaktørene.

3.2.9 Manglende underhåndenvarsling og notifikasjon, Oslo Børs, 23.07.2024

Nedenfor følger utdrag fra e-post fra Euronext Oslo Børs til en utsteder knyttet til manglende underhåndenvarsling i forbindelse med utsatt offentliggjøring, jf. Regelbok II punkt 4.2.1.2 (3), samt notifikasjon ved offentliggjøring av innsideinformasjon etter MAR artikkel 17 nr. 4 tredje ledd, jf. Regelbok II punkt 4.2.1.4.

Det vises til henvendelse fra Oslo Børs v/[redacted] den 26. juni 2024, samt Selskapets svar den 2. juli 2024, hvor Selskapet orienterte om at informasjonen knyttet til den forestående kapitalforhøyelsen/private placementen offentliggjort i børsmelding av [redacted] 2024 («**Børsmeldingen**»), ble vurdert som innsideinformasjon den [redacted] 2024.

Denne e-posten sendes som ledd i børsens oppfølging av Selskapets overholdelse av Oslo Regelbok II - Utstederregler («**Regelbok II**») punkt 4.2.1.2 (3), og MAR art. 17 nr. 4 tredje ledd, jf. Regelbok II punkt 4.2.1.4.

Manglende melding/underhåndenvarsling til Oslo Børs om beslutning om utsatt offentliggjøring

Det vises til Regelbok II 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 Utsteders finanskalender.

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. Vilkårene er nærmere beskrevet i Regelbok II punkt 4.2.1.2.

Det følger av Regelbok II punkt 4.2.1.2 (3) at utsteder uoppfordret og umiddelbart skal gi Oslo Børs melding om beslutning om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. 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 overvåkningen 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.

Oslo Børs ble ikke underhåndenvarslet om forholdet beskrevet i Børsmeldingen, som Selskapet vurderte som innsideinformasjon den [redacted] 2024. Dette utgjør et brudd på Regelbok II punkt 4.2.1.2 (3).

Manglende skriftlig melding/notifikasjon til Oslo Børs ved offentliggjøring av innsideinformasjon som har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring

Det følger av MAR art. 17 nr. 4 tredje ledd, jf. Regelbok II punkt 4.2.1.4 at skriftlig melding/notifikasjon skal sendes til Oslo Børs gjennom NewsPoint umiddelbart etter offentliggjøring av innsideinformasjonen som har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring. Oslo Børs har ikke mottatt notifikasjon om forholdet beskrevet i Børsmeldingen, hvor innsideinformasjonen ble offentligjort. Dette utgjør et brudd på MAR art. 17 nr. 4 tredje ledd og Regelbok II punkt 4.2.1.4.

Som følge av Selskapets manglende underhåndenvarsling til Oslo Børs om beslutningen om utsatt offentliggjøring, ble ikke Selskapets aksje underlagt intensivert overvåkning i perioden frem mot Børsmeldingen, hvilket utgjør 22 dager/16 handelsdager. Videre vanskeliggjorde bruddet på notifikasjonsplikten Oslo Børs sin overvåkning og oppfølgning av Selskapets informasjonsplikter i henhold til regelverket. Samlet sett anser Oslo Børs bruddene på underhåndenvarslings- og notifikasjonspliktene som *svært uheldig*, og ber om at Selskapet gjennomgår sine rutiner på området for å sikre (i) at fremtidige beslutninger om utsatt offentliggjøring varsles Oslo Børs underhånden i samsvar med regelverket, og (ii) at fremtidige notifikasjoner sendes rettidig i samsvar med regelverket.

Etter Regelbok II punkt 2.11.3 (4) kan Oslo Børs ved overtredelse av notifikasjonsplikten i Regelbok II punkt 4.2.1.4, vedta å ilegge overtredelsesgebyr i henhold til verdipapirhandelloven § 21-1 (1), jf. § 21-1 (5). 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.

3.2.10 Gigante Salmon AS – Vedtak knyttet til overtredelse av utsteders løpende informasjonsplikt, 10.09.2024

Overordnet gjelder saken utsteders overtredelse av plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon. Saken omhandler temaer som rettidig offentliggjøring av innsideinformasjon etter MAR artikkel 17 nr. 1, jf. artikkel 7, vurdering av skyld etter forvaltningsloven § 46 (1) samt ileggelse og utmåling av overtredelsesgebyr etter verdipapirhandelloven for overtredelse av MAR.

1. Innledning og sammendrag

Det vises til børsmelding fra Gigante Salmon AS («**Selskapet**») den 19. mars 2024 kl. 10:12 vedrørende oppdatert kostnadsestimat for ferdigstillelse av produksjonsanlegg i Rødøy («**Børsmeldingen**»). Videre vises det til telefonkorrespondanse mellom Euronext Oslo Børs og Selskapet den 19. mars 2024 i forbindelse med suspensjon av aksjen i påvente av Børsmeldingen, samt etterfølgende korrespondanse mellom Selskapet og Euronext Oslo Børs i perioden etter publisering av Børsmeldingen.

Saken gjelder spørsmål om Selskapet har opptrådt i strid med Markedsmisbruksforordningen 596/2014 («**MAR**») artikkel 17, jf. artikkel 7, og Euronext Growth Oslo Regelbok - Del II («**Regelbok II**») punkt 3.9.1, ved ikke å ha sørget for

rettidig offentliggjøring av informasjon om en kostnadsoverskridelse på 350 MNOK og om det skal ilegges overtredelsesgebyr som følge av dette, jf. verdipapirhandelloven («**vphl**») § 21-1.

Den 19. mars 2024 offentliggjorde Selskapet Børsmeldingen med tittel «*Oppdatert kostnadsestimat for ferdigstillelse av anlegget i Rødøy».* Av Børsmeldingen fremgikk det at styret samme dag hadde blitt orientert om en ny økning i kostnadsprognosen for utbygging av produksjonsanlegget, i størrelsesorden 350 MNOK. Børsmeldingen var kategorisert som innsideinformasjon og Selskapets aksje ble, etter avtale med Euronext Oslo Børs, suspendert i påvente av Børsmeldingen. Selskapets aksjekurs falt totalt 19,2 % sammenlignet med sluttkurs dagen før og handelsvolumet i aksjen økte også betydelig den aktuelle handelsdagen.

Euronext Oslo Børs er av den oppfatning at informasjon om kostnadsoverskridelsen utgjorde innsideinformasjon *senest* fra den 13. mars 2024, i forbindelse med at daværende daglig leder ferdigstilte oppdatert kostnadsestimat. Børsen er videre av den oppfatning at Selskapets informasjonsplikt overfor markedet oppsto på samme tidspunkt. Daværende daglig leder hadde ikke holdt styret i Selskapet løpende informert om kostnadsoverskridelsen eller dets størrelse, og styret konkluderte først med at kostnadsoverskridelsen utgjorde innsideinformasjon på et styremøte den 19. mars 2024, hvor oppdatert kostnadsestimat ble presentert. Dette er 6 dager / 3 handelsdager etter at innsideinformasjon etter børsens syn senest oppsto.

Euronext Oslo Børs har delegert myndighet til å føre tilsyn med overholdelse av utsteders informasjonsplikt om innsideinformasjon, jf. vphl. § 19-1 (3), jf. verdipapirforskriften § 17-1, og kan ilegge overtredelsesgebyr ved overtredelse av informasjonsplikten, jf. vphl. § 21-1 (5).

2. Rettslig grunnlag

2.1. Innsideinformasjon mv.

I henhold til Regelbok II punkt 3.9.1, jf. MAR artikkel 17 nr. 1 skal utsteder så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon som direkte vedrører utstederen. I formuleringen «*så snart som mulig*» ligger normalt kun den tid det tar å utforme en børsmelding om forholdet. Euronext Oslo Børs forutsetter at utstedere har rutiner og prosedyrer som sikrer at de kan vurdere og håndtere informasjonspliktig informasjon overfor markedet når denne oppstår.

I henhold til MAR artikkel 7 nr. 1 a) utgjør innsideinformasjon:

«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.»

Videre følger det av MAR artikkel 7 nr. 2 at opplysningene skal anses å være presis dersom:

«de indikerer at en eller flere omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge, eller en hendelse som har inntruffet, eller som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe, dersom disse opplysningene er tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen disse omstendighetene eller denne hendelsen kan ha på kursene på de finansielle instrumentene (…).»

MAR artikkel 7 nr. 3 presiserer at:

«Et mellomliggende trinn i en prosess bestående av flere trinn skal anses som innsideinformasjon dersom det i seg selv oppfyller kriteriene for innsideinformasjon (…)»

2.2. Skyldkrav

Forvaltningsloven («**fvl**») § 46 (1) angir at skyldkravet ved ileggelse av administrativ sanksjon overfor et foretak er uaktsomhet med mindre noe annet er bestemt. På bakgrunn av rettspraksis legger Euronext Oslo Børs til grunn at det stilles krav til at den eller de som har opptrådt på vegne av foretaket må ha utvist alminnelig uaktsomhet. Skyldkravet kan oppfylles ved anonyme eller kumulative feil.

En uaktsomhetsvurdering opp mot informasjonspliktreglene vil etter Euronext Oslo Børs' syn bero på en skjønnsmessig helhetsvurdering der vurderingen tar utgangspunkt i den faktiske handlingen til utsteder holdt opp mot hvordan utsteder burde ha handlet. Det vil i den forbindelse ses hen til forutsetningen om at utstedere er organisert på en slik måte at de er i stand til å overholde børsens regelverk, jf. Regelbok II punkt 2.1.4.1 (2) om at utsteder må ha *«tilstrekkelig kompetanse og ressurser til å oppfylle kravene om korrekt og rettidig informasjonsgivning og –håndtering»*. Det vil også ses hen til forutsetningen om at utsteder har tilstrekkelige rutiner og prosedyrer for å sikre korrekt håndtering av informasjonspliktig informasjon overfor markedet når denne oppstår, jf. Børsens veiledning til Regelbok II punkt 3.9.1 om informasjonspliktens innhold når det foreligger innsideinformasjon.

2.3 Overtredelsesgebyr

MAR art. 31 fastsetter at tilsynsmyndigheten skal ta alle relevante omstendigheter i betraktning når type sanksjon og utmåling av sanksjonen skal besluttes. Vphl. § 21-14 gjennomfører MAR art. 31 i norsk rett, og angir at følgende momenter kan hensyntas ved avgjørelsen av om en administrativ sanksjon skal ilegges og ved utmålingen:

1. overtredelsens grovhet og varighet,
2. graden av skyld hos overtrederen,
3. overtrederens finansielle styrke, særlig samlet omsetning eller årsinntekt og eiendeler,
4. oppnådd fortjeneste eller unngått tap,
5. tap påført tredjepart som følge av overtredelsen,
6. vilje til å samarbeide med myndighetene,
7. tidligere overtredelser,
8. forhold som nevnt i forvaltningsloven § 46 annet ledd,
9. andre relevante forhold.

Videre oppstiller fvl. § 46 (2) følgende momenter som kan hensyntas ved vurderingen av om 11. et foretak skal ilegges administrativ sanksjon og ved individuell utmåling av sanksjonen:

a.) sanksjonens preventive virkning,

b.) overtredelses grovhet, og om noen som handler på vegne av foretaket, har utvist skyld,

c.) om foretaket ved retningslinjer, instruksjon, opplæring, kontroll eller andre tiltak kunne ha forebygget overtredelsen,

d.) om overtredelsen er begått for å fremme foretakets interesser,

e.) om foretaket har hatt eller kunne oppnådd noen fordel ved overtredelsen,

f.) om det foreligger gjentakelse,

g.) foretakets økonomiske evne,

h.) om andre reaksjoner som følge av lovbruddet blir ilagt foretaket eller noen som har handlet på vegne av det, bl.a. om noen enkeltperson blir ilagt administrativ sanksjon eller straff,

i.) om overenskomst med fremmed stat eller internasjonal organisasjon forutsetter bruk av administrativ foretakssanksjon eller foretaksstraff.

3. Faktiske omstendigheter

3.1 Sakens faktiske side

3.1.1 Skriftlig korrespondanse mellom Selskapet og Euronext Oslo Børs

Det har vært skriftlig e-post korrespondanse mellom Selskapet og Euronext Oslo Børs i perioden mars til mai 2024 om Børsmeldingen og prosessen som ledet frem til denne. Euronext Oslo Børs sendte deretter et forhåndsvarsel om overtredelsesgebyr til Selskapet den 4. juli 2024, med frist for kontradiksjon til 12. august 2024. Selskapet innga sin tilbakemelding til forhåndsvarselet den 12. august 2024.

Enkelte av e-postene inneholder vedlegg, og e-postkorrespondansen er derfor delt opp i flere bilag.

Bilag 1: E-post korrespondanse fra 20. mars – 3. april 2024 med vedlegg

Bilag 2: E-post korrespondanse fra 10. – 16. april 2024 med vedlegg

Bilag 3: E-post korrespondanse fra 17. – 30. april 2024 med vedlegg

Bilag 4: E-post korrespondanse fra 6. – 8. mai 2024 med vedlegg

Bilag 5: E-post av 4. juli 2024 med vedlegg (forhåndsvarsel)

Bilag 6: E-post av 12. august 2024

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

3.1.2 Børsmeldinger til markedet om estimert kostnadsestimat for utbygging av anlegg i Rødøy

Selskapets aksjer ble tatt opp til handel på Euronext Growth Oslo, en multilateral handelsfasilitet, sommeren 2021. I forbindelse med opptaksprosessen publiserte Selskapet

den 2. juli 2021 en børsmelding med tilhørende informasjonsdokument.[12] Det fremgikk av informasjonsdokumentet at estimerte kostnader til bygging av anlegg for landbasert fiskeoppdrett i Rødøy var på 445 MNOK.

Før børsåpning den 24. mars 2022 ga Selskapet en oppdatering til markedet vedrørende fremdrift og økonomi.[13] Av børsmeldingen fremgikk det blant annet at «*Utbyggingen går som planlagt, og det økonomiske er også i tråd med budsjettet*".

Senere, torsdag 7. september 2023 kl. 16:03 publiserte Selskapet en børsmelding og informerte om at det hadde utarbeidet et oppdatert kostnadsestimat for ferdigstillelse av anlegget.[14] Det fremgikk av børsmeldingen at Selskapet hadde besluttet å øke kostnadsestimatet for utbyggingen med 200 MNOK, slik at ny total investeringsramme var estimert til ca. 645 MNOK. Bakgrunnen for kostnadsøkningen ble opplyst å være en kombinasjon av generelle prisøkninger som tidligere var blitt kommunisert til markedet, samt endringer som Selskapet ønsket å gjøre for å sikre fiskevelferd og legge til rette for bærekraftig produksjon.

Aksjekursen i Selskapet falt totalt 14,3 % den 7. september 2023, hvorav den vesentligste delen av kursnedgangen (12,57 %) inntraff etter offentliggjøring av børsmeldingen med informasjon om kostnadsøkningen. Videre var aksjekursen den 8. september 2023 ned ytterligere 4,5 % fra sluttkurs torsdag 7. september 2023 og ned 4 % fra åpningskurs fredag 8. september 2023.

Den 19. mars 2024 publiserte Selskapet Børsmeldingen, hvor det fremgikk at styret i Selskapet hadde blitt orientert om en ny økning i kostnadsestimatet for utbygging av anlegget i Rødøy, i størrelsesorden 350 MNOK.[15] Total investeringsramme for utbyggingen ble i Børsmeldingen estimert til ca. 995 MNOK, hvilket utgjør en økning på 550 MNOK fra estimatet gitt i informasjonsdokumentet av 2. juli 2021, og en økning på 350 MNOK sammenlignet med siste estimat gitt i børsmelding av 7. september 2023.

Som nærmere redegjort for i punkt 3.2 nedenfor observerte børsen et markant fall i Selskapets aksjekurs den 19. mars 2024. Aksjen falt 19,2 % fra sluttkurs dagen før og falt totalt 19,8 % fra åpningskurs den 19. mars 2024.

3.1.3 Prosessen rundt utferdigelse av nytt kostnadsestimat

I forbindelse med ferdigstillelse av produksjonsanlegg 3 i januar 2024, besluttet Selskapet å utarbeide et oppdatert kostnadsestimat for ferdigstillelse av hele produksjonsanlegget i Rødøy, inklusive produksjonsbasseng 1 og 2 og øvrig gjenstående arbeid. Administrasjonen ble gitt mandat til å utforme et nytt estimat samt innhente oppdatert tallgrunnlag. Hensett til at administrasjonen i Selskapet er begrenset, ble daværende daglig leder i Selskapet, som hadde vært byggeleder for prosjektet frem til januar 2024 og som hadde erfaring fra andre større byggeprosjekter, satt til å ha det primære ansvaret for utarbeidelse av en oppdatert kostnadsprognose.

Den 30. januar 2024 ble det avholdt et møte mellom daværende styreleder, daværende daglig leder og CFO, for å planlegge utarbeidelse av nytt kostnadsestimat. Partene gjennomgikk tallene fra 2023 med hensyn til leverandørkostnader, for å få oversikt over hvor mye hver leverandør hadde igjen å levere. På bakgrunn av tallene ble det utarbeidet et foreløpig grovestimat til ny kostnadsprognose.

[12] Børsmelding av 2. juli 2021: https://newsweb.oslobors.no/message/537468
[13] Børsmelding av 24. mars 2022: https://newsweb.oslobors.no/message/557404
[14] Børsmelding av 7. september 2023: https://newsweb.oslobors.no/message/598990
[15] Børsmelding av 19. mars 2024: https://newsweb.oslobors.no/message/613805

Fra slutten av januar og frem til 16. februar 2024 arbeidet daværende daglig leder videre med estimatet. I et møte mellom daværende styreleder og daværende daglig leder den 16. februar 2024 ble et foreløpig estimat presentert. Det foreløpige estimatet viste at det lå an til en vesentlig kostnadsoverskridelse, på dette tidspunkt estimert til rundt 300 MNOK. Daværende daglig leder fremhevet at arbeidet ikke var ferdigstilt, og at det ville komme endringer som forhåpentligvis ville trekke totalen noe ned.

Bilag 7: E-post av 16. februar 2024

Bilag 8: Investeringsramme prognose februar 2024

Bilag 9: Byggeregnskap Q4 2023

Etter møtet den 16. februar 2024, arbeidet daværende daglig leder videre med estimatet og innhentet oppdatert tallgrunnlag, med sikte på å kunne presentere et nytt kostnadsestimat på styremøtet den 19. mars 2024.

Daværende daglig leder sammenstilte innhentet informasjon og utarbeidet et forslag til oppdatert kostnadsestimat den 13. mars 2024. Samme dag ble estimatet gjennomgått i et internt møte mellom daværende daglig leder og daværende styreleder i forbindelse med forberedelser til det kommende styremøtet. Daværende daglig leder vurderte på dette tidspunktet at det fortsatt var stor usikkerhet rundt estimatet og at det derfor ikke kunne konkluderes med at dette utgjorde innsideinformasjon. Vurderingen var at prognosen måtte presenteres for styret for vurdering, blant annet for å ta stilling til eventuelle kostnadsreduserende tiltak.

Bilag 10: Sak 12_24 Prognose oppdatering

Den 14. mars 2024 kl. 08:07 lastet daværende daglig leder opp kostnadsestimatet, i form av en PowerPoint-presentasjon med situasjonsplan, viktige aktiviteter og investeringsestimat, i Selskapets styreportal, Admincontrol. Det ble verken vedlagt følgebrev, en beskrivelse av estimatet eller kostnadsoverskridelsen, forslag til vedtak, eller forslag til kostnadsreduserende tiltak.

Historikk hentet fra Admincontrol viser at flertallet av Selskapets styremedlemmer åpnet det oppdaterte kostnadsestimatet den 17. eller 18. mars 2024. Enkelte styremedlemmer åpnet imidlertid kostnadsestimatet allerede den 14. mars 2024. Til dette har Selskapet vist til at det ikke var lagt ved følgebrev eller beskrivelse av kostnadsoverskridelsen, og at overskridelsen ikke fremgikk tydelig av presentasjonen. Euronext Oslo Børs forstår Selskapet dithen at måten det oppdaterte kostnadsestimatet ble delt på, gjorde det vanskelig for andre i administrasjonen eller styret å vurdere betydningen av informasjonen.

Bilag 11: Skjermdump historikk Admincontrol

På kvelden den 18. mars 2024 møttes daværende styreleder og styremedlemmene i Selskapet til en forberedende arbeidsmiddag. Under middagen ble det kommende styremøtet diskutert, og det ble gitt indikasjoner om en økning i kostnadsestimatet. Gjennomgang av oppdatert kostnadsestimat var opprinnelig satt opp som punkt nr. 5 på agendaen for styremøtet, men ble under arbeidsmiddagen besluttet flyttet til punkt nr. 1 på agendaen.

3.1.4 Styremøte 19. mars 2024

Den 19. mars 2024 kl. 09:00 ble styremøtet i Selskapet avholdt. Daværende daglig leder redegjorde for prosessen som hadde ledet frem til det oppdaterte kostnadsestimatet og gjennomgikk tallgrunnlaget for styret. Det ble vist til at nytt estimat nå var på 995 MNOK, en økning på 350 MNOK sammenlignet med forrige estimat kunngjort i børsmelding av 7. september 2023. Styret ble informert om at bakgrunnen for økningen primært skyldtes at bygging av anlegget tok lenger tid enn tidligere antatt. Styret ble videre gjort oppmerksom på at markedet ikke var blitt orientert om de nye tallene.

På bakgrunn av informasjon i presentasjon av nytt kostnadsestimat konkluderte styret med at det forelå innsideinformasjon og at markedet umiddelbart måtte informeres om forholdet. Selskapet sto overfor en vesentlig kostnadsoverskridelse og kostnadsreduserende tiltak var ikke aktuelt. Styret besluttet derfor å ta en pause i styremøtet, for å varsle Euronext Oslo Børs, samt utarbeide en børsmelding om forholdet. Styrets beslutning om at kostnadsoverskridelsen utgjorde innsideinformasjon ble truffet rundt kl. 09:10.

Bilag 12: 2024.03.19 Protokoll fra styremøte i Gigante Salmon AS

3.1.5 Kontakt med Euronext Oslo Børs den 19. mars 2024

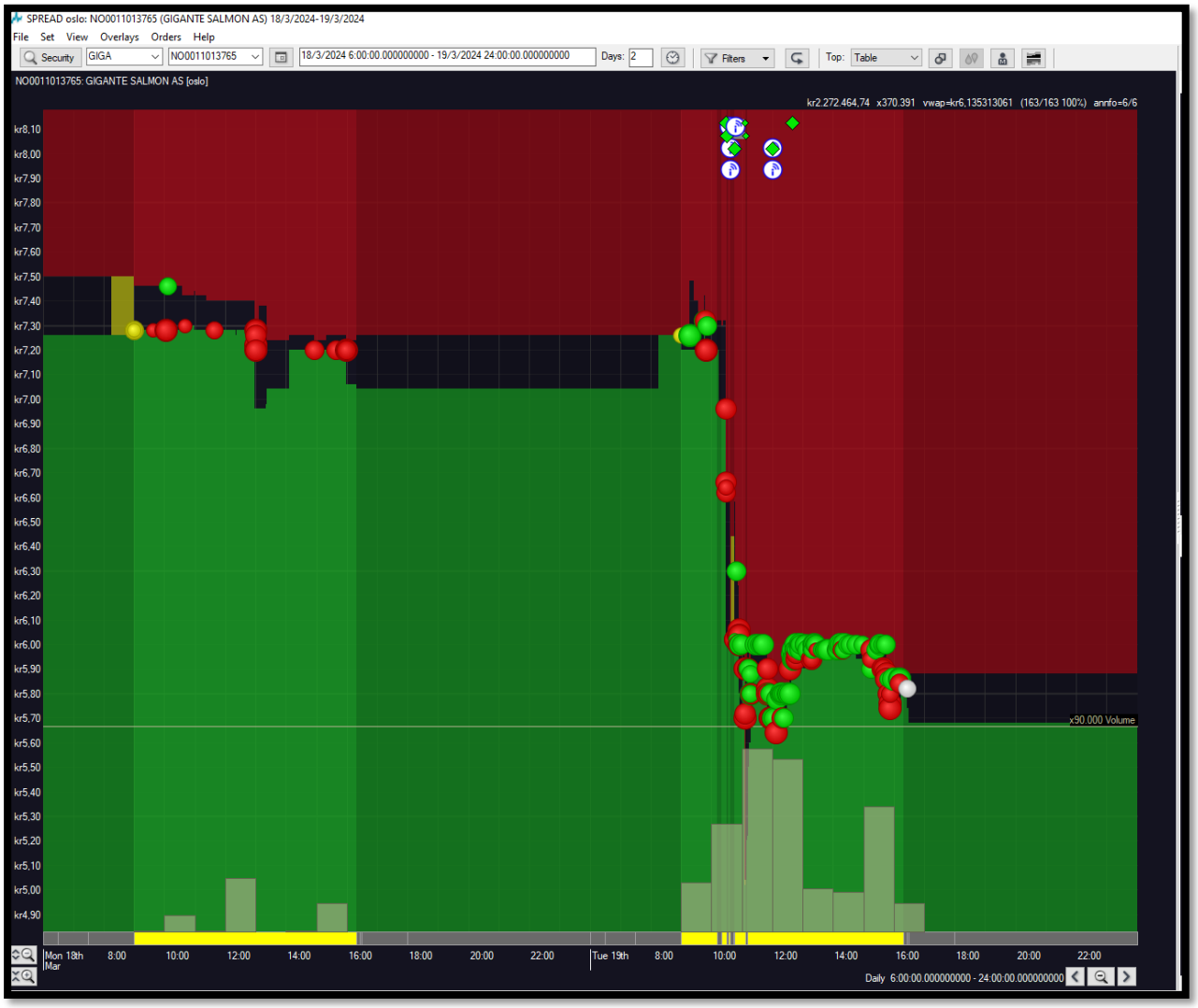
Rundt kl. 09:15 den 19. mars 2024 ble avdeling for markedsovervåking ved Euronext Oslo Børs kontaktet av Selskapet per telefon. Selskapet orientere om at styret nettopp hadde blitt informert om en kostnadsoverskridelse på 350 MNOK og at Selskapet i løpet av kort tid ville publisere en børsmelding om forholdet. Selskapet hadde startet arbeidet med å utforme Børsmeldingen, men ville trenge noe mer tid på å ferdigstille denne. Selskapet tok likevel sikte på snarlig offentliggjøring. Det ble avtalt mellom Euronext Oslo Børs og Selskapet at børsen skulle kontaktes før publisering av Børsmeldingen, slik at det kunne vurderes om aksjen skulle suspenderes i påvente av Børsmeldingen i henhold til Regelbok II punkt 3.9.5.

Rundt kl. 10:05 ringte Selskapet tilbake til Euronext Oslo Børs og informerte om at det nå var klar til å publisere Børsmeldingen. Euronext Oslo Børs besluttet å suspendere handel i aksjen kl. 10:11 og Selskapet publiserte Børsmeldingen kl. 10:12. Det fremgikk av Børsmeldingen at Selskapet anså informasjonen for å utgjøre innsideinformasjon i henhold til MAR. Børsen opphevet suspensjon av aksjen kl. 10:22, etter at markedet hadde fått tid til å analysere informasjonen.

3.2. Børsmeldingens kurspåvirkning

Euronext Oslo Børs observerte et markant fall i aksjekursen den 19. mars 2024. Aksjen falt totalt 19,2 % sammenlignet med sluttkurs dagen før og var ned 19,8 % fra åpningskurs den 19. mars 2024. Det var også en betydelig volumøkning i aksjen den 19. mars 2024. Før Børsmeldingen var gjennomsnittlig handel i aksjen i mars måned på ca. 24 000 aksjer per dag, og den 18. mars 2024 ble det handlet 43 335 aksjer. Den 19. mars ble det handlet totalt 327 056 aksjer i Selskapet, hvilket er mer enn en tidobling i volum sammenlignet med gjennomsnittlig handelsvolum i mars måned før Børsmeldingen.

Utklippet nedenfor viser kursutviklingen i perioden 18. - 19. mars 2024.



Bildet er hentet fra Euronext Oslo Børs' realtids overvåkingssystem SMARTS og viser antall handler og volum i aksjen den 18.– 19. mars 2024.

4. Selskapets vurderinger

Selskapet har, i sin korrespondanse med børsen, opplyst at styret vurderte kostnadsoverskridelsen på 350 MNOK som innsideinformasjon fra den 19. mars 2024. Det var den 19. mars 2024 at styret ble klar over at Selskapet sto overfor en vesentlig overskridelse på over 50 % av tidligere kommunisert kostnadsestimat, og konkluderte med at det ikke var aktuelt med avhjelpende eller kostnadsreduserende tiltak. Styret i Selskapet vurderte ikke om kostnadsoverskridelsen utgjorde innsideinformasjon på et tidligere tidspunkt. Om bakgrunnen for dette har Selskapet opplyst at daværende daglig leder ikke hadde holdt administrasjonen eller styret løpende informert om det oppdaterte estimatet og kostnadsoverskridelsen. Verken administrasjonen eller styret var derfor i stand til å vurdere om informasjonen utgjorde innsideinformasjon på et tidligere tidspunkt. Til tross for at presentasjon av nytt kostnadsestimat ble lastet opp i Selskapets styreportal den 14. mars 2024, var det ikke lagt ved følgebrev eller beskrivelse av kostnadsoverskridelsen, og kostnadsoverskridelsen fremgikk videre ikke tydelig av det presentasjonen. Det var derfor

vanskelig for styret å vurdere betydningen av informasjonen i presentasjonen i forkant av styremøtet den 19. mars 2024.

Daværende daglig leder gjorde vurderinger av om kostnadsoverskridelsen utgjorde innsideinformasjon før styremøtet den 19. mars 2024. Daværende daglig leders vurdering var likevel at det var for stor usikkerhet knyttet til tallene til å kunne konkludere med at dette utgjorde innsideinformasjon. Videre mente daværende daglig leder at styret måtte vurdere informasjonen samt se på muligheten for kostnadsreduserende tiltak.

I korrespondansen med Euronext Oslo Børs har Selskapet likevel erkjent at styret kunne gjort konkrete vurderinger av om informasjon om nytt kostnadsestimat utgjorde innsideinformasjon på et tidligere tidspunkt. Selskapet har lagt til grunn at innsideinformasjon tidligst kan ha oppstått på det tidspunkt det forelå en samlet oversikt over oppdaterte tall i nytt kostnadsestimat, hvilket etter Selskapets oppfatning forelå morgenen den 14. mars 2024. Selskapet har opprettholdt sitt syn om at innsideinformasjon tidligst forelå den 14. mars 2024 i kontradiksjonsrunden overfor Euronext Oslo Børs.

5. Børsens vurdering

5.1. Innsideinformasjon

Det vises til definisjonen av «innsideinformasjon» i MAR artikkel 7 nr. 1 som oppstilt under punkt 2.1 ovenfor. Definisjonen oppstiller tre hovedvilkår for at opplysninger skal anses å utgjøre innsideinformasjon. For det første må det foreligge presise opplysninger som direkte eller indirekte vedrører utsteder eller dets finansielle instrumenter. Videre må opplysningene være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart. Endelig må opplysningene ikke være offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

Euronext Oslo Børs har gjennomgått Selskapets redegjørelser i saken med tilhørende dokumentasjon. Selskapet konkluderte som nevnt med at kostnadsoverskridelsen utgjorde innsideinformasjon den 19. mars 2024 rundt kl. 09:10, etter at styret ble klar over overskridelsen og dets størrelse. Selskapet fant på dette tidspunktet at opplysningene om kostnadsoverskridelsen var presise, og at de var egnet til å påvirke kursen på Selskapets aksjer merkbart dersom de ble offentliggjort. Selskapet har likevel erkjent at styret kunne ha gjort konkrete vurderinger av om informasjon om nytt kostnadsestimat utgjorde innsideinformasjon på et tidligere tidspunkt. Dersom slike vurderinger hadde blitt gjort forstår børsen Selskapet dithen at styret ville ha konkludert med at innsideinformasjon oppsto den 14. mars 2024, ved opplastning av tallgrunnlaget i styreportalen.

Euronext Oslo Børs har besluttet å overprøve Selskapets vurdering av tidspunktet for når innsideinformasjon oppsto. Mer konkret vil børsen vurdere nærmere når i perioden 16. februar til 19. mars 2024 det forelå presise opplysninger om kostnadsoverskridelsen, som var egnet til å påvirke kursen på Selskapets aksjer merkbart.

Vilkåret «presise opplysninger» er nærmere definert i MAR artikkel 7 nr. 2 og 3. Bestemmelsen viser til at opplysninger eller hendelser skal anses som presise dersom de indikerer at en eller flere omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge, og opplysningene eller hendelsene er tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige kurspåvirkningen. I tillegg presiserer MAR artikkel 7 nr. 3 at et mellomliggende trinn i en prosess bestående av flere trinn i seg selv kan utgjøre innsideinformasjon.

I vurderingen av vilkåret *presis informasjon* vurderer børsen at det sentrale vurderings-temaet er når det forelå opplysninger som indikerte en vesentlig kostnadsoverskridelse

og når disse opplysningene var tilstrekkelig spesifikke til at det kunne trekkes en slutning om den mulige kurspåvirkningen på Selskapets aksjer, jf. MAR art. 7 nr. 2, jf. nr. 1.

Euronext Oslo Børs merker seg at det allerede av tallmaterialet fra den 16. februar 2024, var *mulig* å trekke en slutning om en vesentlig kostnadsoverskridelse, på dette tidspunktet estimert til 300 MNOK. Til dette har Selskapet anført at det i februar fortsatt var betydelig usikkerhet rundt tallene og at det ville skje endringer som kunne dra totalkostnaden ned. Euronext Oslo Børs forstår Selskapet dithen at det etter Selskapets syn ikke forelå tilstrekkelig presise opplysninger rundt kostnadsoverskridelsen til å kunne konkludere med innsideinformasjon den 16. februar 2024.

Dokumentasjon og redegjørelser fra Selskapet viser videre at daværende daglig leder ferdigstilte tallmaterialet for det nye kostnadsestimatet den 13. mars 2024. Selskapet har også bekreftet at det ikke ble gjort endringer i tallgrunnlaget i perioden 13. mars 2024 til avholdelse av styremøtet 19. mars 2024, hvor Selskapets styre konkluderte med at informasjonen var tilstrekkelig presis til å utgjøre innsideinformasjon.

På bakgrunn av overstående er børsens vurdering at det forelå presise opplysninger om kostnadsoverskridelsen *senest* den 13. mars 2024. Det forhold at tallmaterialet først ble lastet opp i styreportalen påfølgende dag, den 14. mars 2024 kl. 08:07, er uten betydning for vurderingen av når informasjonen var tilstrekkelig presis. Det er også uten betydning for vurderingen at styret ikke ble holdt løpende informert om arbeidet med kostnadsestimatet og den aktuelle kostnadsoverskridelsen. MAR oppstiller ikke som et krav at vurderingen av om et forhold utgjør innsideinformasjon skal treffes av styret.

Et selskaps administrasjon, med daglig leder i spissen, representerer selskapet og har en viktig rolle med å fange opp informasjon og vurdere denne opp mot utsteders informasjonsplikt. Selskapets ledelse har videre ansvar for å videreformidle relevant informasjon til styret. Når daværende daglig leder den 13. mars 2024 ferdigstilte tallgrunnlaget og så at Selskapet lå an til en kostnadsoverskridelse i størrelsesorden 350 MNOK, forelå det opplysninger som var tilstrekkelig spesifikke til at det kunne trekkes en slutning om den mulige påvirkningen på Selskapets aksjer. Mulighet for kostnadsreduserende tiltak som kunne trekke totalen *noe* ned, er etter børsens syn ikke et vektig moment mot at informasjonen var tilstrekkelig presis den 13. mars 2024. I foreliggende sak var det tale om en betydelig kostnadsoverskridelse på 54,26 % sammenlignet med siste kommuniserte kostnadsestimat. Videre hadde daværende daglig leder ikke utarbeidet forslag til kostnadsreduserende tiltak, og Selskapets styre konkluderte raskt med at kostnadsreduserende tiltak ikke var aktuelt under styremøtet den 19. mars 2024. Dette underbygger børsens oppfatning om at kostnadsreduserende tiltak i realiteten ikke var et aktuelt virkemiddel for å redusere kostnadsoverskridelsen tilstrekkelig til at denne ikke ville utgjøre innsideinformasjon.

Euronext Oslo Børs' vurdering er således at det forelå presis informasjon om kostnadsoverskridelsen *senest* den 13. mars 2024, jf. MAR artikkel 7, jf. Regelbok II punkt 3.9.1.

Euronext Oslo Børs mener videre at opplysningene om kostnadsoverskridelsen var egnet til å påvirke aksjekursen merkbart dersom opplysningene hadde blitt offentliggjort, da børsen er av den oppfatning at en fornuftig investor sannsynligvis ville ha benyttet opplysningene som del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning jf. MAR artikkel 7 nr. 4, jf. nr. 1 bokstav a. Vilkåret om kurspåvirkning stiller ikke krav til kurspåvirkning av et visst nivå eller at utsteder vet hvilke retning kursen vil kunne gå. Det sentrale i vurderingen er hvorvidt en fornuftig investor sannsynligvis ville benyttet informasjonen som del av sitt beslutningsgrunnlag. Det forhold at Selskapet står overfor en kostnadsoverskridelse på 350 MNOK, uten å ha en løsning på situasjonen eller mulighet for å iverksette kostnadsreduserende tiltak, og anlegget er Selskapets eneste virksomhet, gir et klart

negativt signal til en fornuftig investor. At kostnadsoverskridelser er opplysninger markedsdeltakerne vektlegger som del av beslutningsgrunnlaget for investeringer i Selskapets aksje, underbygges også av markedets reaksjon på tidligere kostnadsoppdateringer. Som redegjort for i punkt 3.2.1 falt Selskapets aksje blant annet 14,3 % den 7. september 2023, og den vesentligste kursnedgangen (12,57 %) inntraff etter at Selskapet publiserte børsmeldingen om oppdatert kostnadsestimat, med en overskridelse på 200 MNOK.

Endelig er Euronext Oslo Børs ikke kjent med, og Selskapet har heller ikke opplyst om, at kostnadsoverskridelsen var offentlig tilgjengelig eller kjent i markedet før dette ble offentliggjort av Selskapet i Børsmeldingen 19. mars 2024.

Basert på ovennevnte vurderer Euronext Oslo Børs at kostnadsoverskridelsen på 350 MNOK *senest* den 13. mars 2024 utgjorde «presise opplysninger som ikke er blitt offentliggjort» som «direkte eller indirekte vedrører» Selskapet, og som «er egnet til å påvirke kursen (…)» på Selskapets aksjer «merkbart dersom de blir offentliggjort», jf. MAR artikkel 7 nr.1. Børsen understreker at det ikke kan utelukkes at informasjonen kan ha utgjort innsideinformasjon allerede ved det foreløpige estimatet den 16. februar 2024 eller i perioden frem mot 13. mars 2024. Børsen har likevel besluttet å ikke overprøve Selskapets vurdering om at tallmaterialet var forupresist til å utgjøre innsideinformasjonen i denne perioden.

Euronext Oslo Børs' konklusjon er at informasjonen var tilstrekkelig presis ved ferdigstillelse av kostnadsestimatet den 13. mars 2024, til at innsideinformasjon *senest* forelå på dette tidspunkt. Børsen er således uenig med Selskapet i at innsideinformasjon tidligst kan ha oppstått den 14. mars 2024.

Selskapet vurderte kostnadsoverskridelsen som innsideinformasjon fra mandag 19. mars 2024 kl. 09:15, og utlignet informasjonen i Børsmeldingen publisert kl. 10:12 samme dag. Totalt gikk det dermed litt over seks dager / tre handelsdager fra innsideinformasjon etter børsens vurdering *senest* oppstod, til Selskapet offentliggjorde informasjonen til markedet.

For ordens skyld bemerker børsen at det neppe hadde vært grunnlag for utsatt offentliggjøring av informasjonen i foreliggende sak, hensett til Selskapets tidligere guiding til markedet om kostnadsestimatet på utbyggingsprosjektet, henholdsvis i børsmelding av 2. juli 2021, 24. mars 2022 og 7. september 2023.

5.2. Vurdering av skyld – alminnelig uaktsomhet

Som nevnt under punkt 2.2 ovenfor er det, for at Euronext Oslo Børs skal kunne ilegge overtredelsesgebyr, krav til at den eller de som har opptrådt på vegne av utsteder har utvist alminnelig uaktsomhet i forbindelse med overtredelse av informasjonsplikten. Vurderingen tar utgangspunkt i hvordan utsteder burde ha handlet sammenlignet med hvordan utsteder rent faktisk handlet.

Det følger av Regelbok II unkt 2.1.4.1 (2) at utsteder må ha tilstrekkelig kompetanse og ressurser til å oppfylle kravene om korrekt og rettidig informasjonsgivning og –håndtering. I veiledningen til punkt 3.9.1 i Regelbok II forutsettes det videre at utsteder har rutiner og prosedyrer som setter utsteder i stand til å håndtere informasjonspliktig informasjon overfor markedet når denne oppstår. Plikten til å håndtere informasjonspliktig informasjon oppstår uavhengig av om innsideinformasjon oppstår i løpet av eller utenfor børsens åpningstid. Utstedere må være forberedt på å håndtere innsideinformasjonen umiddelbart når den oppstår for å kunne oppfylle plikten om å «så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon som direkte vedrører utstederen» jf. MAR artikkel 17 (1).

Styret i Selskapet var som nevnt ikke klar over kostnadsoverskridelsen før på styremøtet den 19. mars 2024. Bakgrunnen for dette var at daværende daglig leder ikke hadde holdt administrasjonen eller styret løpende orientert om den nye prognosen eller kostnadsoverskridelsen. Daværende daglig leder hadde videre ikke vedlagt følgebrev eller beskrivelse av dokumentasjonen i forbindelse med at kostnadsestimatet ble lastet opp i styreportalen den 14. mars 2024, hvilket gjorde det vanskelig for styret å vurdere betydningen av informasjonen. Det forhold at daværende daglig leder ikke holdt styret eller administrasjonen løpende informert om prosessen og overskridelsen, illustrerer etter børsens oppfatning at Selskapet ikke har hatt tilstrekkelige rutiner eller prosedyrer til å sikre korrekt informasjonshåndtering.

Selskapet har opplyst at daværende daglig leder gjorde vurderinger av om kostnadsoverskridelsen utgjorde innsideinformasjon frem mot styremøtet den 19. mars 2024. Børsen reagerer på at daværende daglig leder ikke forsto at en kostnadsoverskridelse på 350 MNOK, tilsvarende en økning på 54,26 % sammenlignet med tidligere kommunisert kostnadsestimat, utgjorde presise opplysninger som var egnet til å påvirke kursen på Selskapets aksjer merkbart. Dette særlig hensett til at Selskapets eneste virksomhet er utbygging av anlegget i Rødøy og at markedet tidligere hadde reagert negativt på børsmeldinger med informasjon om kostnadsoverskridelser. Daværende daglig leder ble avsatt av styret samme dag den 19. mars 2024, i lys av den økte kostnadsprognosen.[16] Det forhold at Selskapets styre konkluderte med at daværende daglig leder ikke hadde håndtert prosessen med utarbeidelse av nytt kostnadsestimat på en tilfredsstillende måte, underbygger at Selskapet ikke hadde tilstrekkelige rutiner eller kompetanse til å sikre korrekt informasjonshåndtering.

Som et børsnotert selskap med informasjonsforpliktelser overfor markedet, burde Selskapet hatt tilstrekkelig kompetanse samt rutiner og prosedyrer som sikret forsvarlig informasjonshåndtering i forbindelse med utarbeidelse av nytt kostnadsestimat. Rutinene burde ha sikret at Selskapet løpende vurderte og håndterte den nye prognosen og overskridelsen, samt sørget for at administrasjonen og styret ble holdt løpende informert om utviklingen. Dette ble ikke gjort.

Børsen reagerer videre på at daværende daglig leder alene hadde ansvaret for utarbeidelse av nytt kostnadsestimat, uten nevneverdig bistand fra øvrige i administrasjonen. Selskapets CFO, som normalt vil ha en sentral rolle i forbindelse med utarbeidelse av tallmateriale, inklusive kostnadsestimater, var i liten grad involvert i prosessen. Involvering av Selskapets CFO kunne ha bidratt til at saken ble løftet til styret på et tidligere tidspunkt, slik at styret ble klar over kostnadsoverskridelsen og tidligere vurderte om denne utgjorde innsideinformasjon. Selskapet har og erkjent at deler av Selskapets rutiner ikke ble fulgt i forbindelse med utarbeidelse av kostnadsestimatet.

Videre finner børsen det påtagelig at daværende styreleder fra januar og frem til mars 2024 deltok i sporadiske møter med daværende daglig leder, hvor kostnadsprognosen ble diskutert. Blant annet hadde daværende styreleder og daværende daglig leder et internt møte den 13. mars 2024 hvor den foreløpige kostnadsprognosen ble diskutert. Tross dette ble øvrige styremedlemmer ikke informert om kostnadsoverskridelsen og det ble ikke foreslått å fremskynde styremøtet eller iverksette øvrige tiltak for å sikre forsvarlig informasjonshåndtering.

Historisk informasjon viser og, som beskrevet under punkt 3.2.1, at markedet har ansett negative kostnadsoppdateringer som sentral informasjon i beslutningsgrunnlaget i Selskapet. Markedet reagerte negativt på kostnadsoverskridelsen Selskapet meddelte i børsmelding av 7. september 2023, selv om deler av kostnadsoverskridelsen allerede var kjent informasjon i markedet. Selskapet burde derfor ha forstått at en ny vesentlig

[16] Børsmelding av 19. mars 2024: https://newsweb.oslobors.no/message/613823

kostnadsoverskridelse utgjorde sensitiv informasjon for Selskapet som måtte håndteres med stor varsomhet.

Basert på ovennevnte vurderinger konkluderer børsen med at de personer som har opptrådt på vegne av Selskapet har utvist slik uaktsomhet som er nødvendig for å kunne ilegge administrative sanksjoner.

5.3. Overtredelsesgebyr

5.3.1 Vurdering av om overtredelsesgebyr skal ilegges

Som nevnt under punkt 2.3 må det foretas en vurdering av om overtredelsesgebyr skal ilegges etter en drøftelse av momentene i vphl. § 21-14 og fvl. § 46 (2). Momentene i de to bestemmelsene er til dels sammenfallende og i det nedenstående er momentene i forvaltningsloven kun vurdert når det ikke følger tilsvarende bestemmelser av vphl. § 21-14.

Børsen anser overtredelsen som grov, jf. vphl. § 21-14 nr. 1 om overtredelsens grovhet, ettersom Selskapet ikke har hatt tilstrekkelige kontrollrutiner og prosedyrer til å sikre god informasjonshåndtering. Verken styret eller administrasjonen ble holdt løpende informert om arbeidet med oppdatert kostnadsestimat og ble ikke gjort oppmerksom på kostnadsoverskridelsen før i styremøtet 19. mars 2024. Dette resulterte i at styret ikke løpende vurderte om kostnadsoverskridelsen utgjorde innsideinformasjon og medførte at det gikk i overkant av seks dager / tre handelsdager fra innsideinformasjon senest oppsto, til Selskapet offentliggjorde Børsmeldingen. Markedet handlet derfor i aksjen i god tro i over tre handelsdager, uten kunnskap om kostnadsoverskridelsen.

Videre, og som redegjort for under punkt 0, vurderer Euronext Oslo Børs at de som har opptrådt på vegne av Selskapet har utvist alminnelig uaktsomhet, jf. vphl. § 21-14 nr. 2 om graden av skyld hos den som er ansvarlig for overtredelsen.

I vurderingen av utsteders finansielle styrke, jf. vphl. § 21-14 nr. 3, er Selskapets anstrengte likviditet et sentralt moment i denne saken. Selskapet hadde ikke finansiell styrke på tidspunktet for overtredelsen. I ettertid av overtredelsen har Selskapet sikret kortsiktig likviditet i forbindelse med en kapitalinnhenting i form av ny egenkapital. Selskapets kan likevel ikke anses å ha finansiell styrke, all den tid egenkapital fra kapitalinnhentingen skal benyttes til utbygging av anlegget i Rødøy, i lys av det oppdatert estimatet. Videre er Selskapets eneste virksomhet det uferdige anlegget, og dette vil ikke generere løpende inntjening før anlegget er ferdigstilt og produksjon er startet opp.

Hva gjelder fortjeneste som er oppnådd eller tap som er unngått som følge av at markedet ikke var informert om den anstrengte likviditetssituasjonen før 19. mars 2024, er det ingenting som tilsier at Selskapet har oppnådd noen fortjeneste eller unngått tap, jf. vphl. § 21-14 nr. 4 om oppnådd fortjeneste eller unngått tap.

Det vises videre til vphl. § 21-14 nr. 5 om hvorvidt tap er påført tredjeparter som følge av overtredelsen. Euronext Oslo Børs er ikke kjent med slike tap utover det verditapet de som kjøpte aksjen, uten kjennskap til kostnadsoverskridelsen, opplevde da likviditetssituasjonen ble kjent i markedet. Det vises i den forbindelse til hendelsens kurs- og volumpåvirkning som redegjort for under punkt 3.2 ovenfor.

Selskapet har besvart børsens henvendelser og har vært samarbeidsvillig, jf. vphl. § 21-14 nr. 6 om vilje til å samarbeide med myndighetene. Kontakten mellom Euronext Oslo Børs og Selskapet har vært god i tiden etter Børsmeldingen og Selskapet har besvart

børsens henvendelser innenfor de fastsatte frister og har gitt utfyllende informasjon om Selskapets vurderinger og informasjonshåndtering. Selskapet håndterte videre informasjonen på en god måte etter at styret ble klar over kostnadsoverskridelsen og besluttet at informasjonen utgjorde innsideinformasjon den 19. mars 2024.

Når det gjelder tidligere overtredelser, jf. vphl. § 21-14 nr. 7, er det ikke registrert noen tidligere brudd fra Selskapet overfor Euronext Oslo Børs. Etter børsens kunnskap er Selskapet videre ikke tidligere ilagt reaksjoner for den foreliggende overtredelsen av MAR, jf. fvl. § 46 (2) bokstav h.

Børsen er videre kjent med at Selskapet har truffet tiltak for å hindre fremtidige overtredelser, jf. vphl. § 21-14 nr. 9 om andre relevante forhold, jf. MAR art. 31 (g) om tiltak truffet for å hindre gjentakelse. Daværende daglig leder ble avsatt fra sin stilling samme dag som styret ble kjent med overskridelsen, som følge av den økte kostnadsprognosen. I tillegg har Selskapet opplyst at det har gjennomgått sine rutiner og prosedyrer på området, for å redusere risikoen for at lignende hendelser skal oppstå i fremtiden.

Børsen anser overtredelsesgebyr for å ha en preventiv virkning for Selskapet for å unngå gjentatte brudd på reglene om offentliggjøring av innsideinformasjon, jf. fvl. § 46 (2) bokstav a om sanksjonens preventive virkning. Børsen forventer at utstedere som er tatt opp til handel på børsens markedsplasser har et bevisst forhold til regelverket og har rutiner og prosedyrer som sikrer overholdelsen. I foreliggende sak vurderer Euronext Oslo Børs at Selskapet kunne og burde ha vurdert forholdet som innsideinformasjon senest den 13. mars 2024, og at tilstrekkelig opplæring og gode retningslinjer og prosedyrer internt kunne ha forebygget overtredelsen, jf. fvl. § 46 (2) bokstav c.

Reglene om utstederes informasjonsplikt og krav til håndtering av innsideinformasjon er av vesentlig betydning for markedsaktørenes tillit til markedsplassen, som er nødvendig i et velfungerende kapitalmarked. En forutsetning for å ivareta markedets tillit er derfor at utstederne har nødvendig forståelse av hva reglene innebærer og at de etterleves fullt ut. Børsen konkluderer derfor med at overtredelsesgebyr bør ilegges Selskapet.

5.3.2 Utmåling

Reglene for utmåling av overtredelsesgebyr ble endret etter implementeringen av MAR. For juridiske personer kan overtredelsesgebyr for overtredelse av MAR artikkel 17 fastsettes til inntil 22 MNOK eller opptil 2 % av den samlede årsomsetningen i henhold til siste godkjente årsregnskap, jf. vphl. § 21-1 (3). Ved utmålingen kan det tas hensyn til de forhold som følger av vphl. § 21-14 og fvl. § 46 (2), som vurdert under punkt 5.3.1 ovenfor.

Euronext Oslo Børs har ilagt overtredelsesgebyr i to tilfeller etter implementeringen av MAR. Det første tilfellet var mot Endur ASA i vedtak av 12. januar 2023 om brudd på plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon. Selskapet var i brudd med finansielle convenants, og ble gjort oppmerksom på forholdet av en tredjepart etter at halvårsrapporten og resultatpresentasjonen ble offentliggjort. Størrelsen på gebyret ble satt til 200 000 NOK, hvilket, dersom man ser hen til tidligere regler om utmåling, ville ha utgjort om lag én ganger årlig kursnoteringsavgift. Skjerpende omstendigheter i saken var at selskapet hadde mangelfulle rutiner og prosedyrer, og at økonomistyringen ikke var god nok til at selskapet avdekket forholdet på egenhånd. Formildende omstendigheter var bruddets varighet på én handelsdag, og særlig børsens saksbehandlingstid som hadde vært uforholdsmessig lang.

Det andre tilfellet var mot SoftOx Solutions AS i vedtak av 18. september 2023. Saken gjaldt manglende offentliggjøring av innsideinformasjon, herunder at SoftOx Solutions AS

var i en utfordrende likviditetssituasjon. I saken ble overtredelsesgebyret satt til 300 000 NOK, tilsvarende to ganger årlig kursnoteringsavgift. Det ble ansett som skjerpende at selskapet lot det gå over helgen fra selskapet mottok en avgjørende e-post til arbeidet med å analysere e-posten og dets betydning startet. Videre var børsen av den oppfatning at selskapets vurdering av om vilkårene til utsatt offentliggjøring var oppfylt, ikke var korrekt. Det ble også ansett som skjerpende at selskapet ønsket å fremme egne interesser ved å unnlate offentliggjøring av likviditetssituasjonen, ved at selskapet ønsket å innhente ny kapital på gunstige priser. Formildende omstendigheter var varigheten på bruddet og selskapets finansielle styrke.

Før implementeringen av MAR, var siste vedtak om overtredelsesgebyr for brudd på offentliggjøring av innsideinformasjon mot Navamedic ASA av 3. desember 2020. Selskapet ble ilagt et overtredelsesgebyr på to ganger kursnoteringsavgift for brudd på plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon. Bruddet knyttet seg til en periode på 10 handelsdager. Formildende omstendigheter i saken var at Navamedic ASA hadde behandlet informasjonen konfidensielt i perioden slik at skadevirkningene syntes å være begrenset, samt at børsen hadde brukt noe lang saksbehandlingstid.

I 2015 ble Scana Industrier ASA ilagt et overtredelsesgebyr på tre ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på informasjonsplikten. Informasjonen gjaldt manglende betaling i forbindelse med salg av et selskap. I saken bemerket børsen at det neppe ville vært anledning til å benytte utsatt offentliggjøring av informasjonen da forholdet var inntrådt og det var klart at betalingen ikke var mottatt. Markedet ville dermed blitt villedet dersom en melding om manglende innbetaling ikke ble offentliggjort. Dette på grunn av forventninger gitt i tidligere kommunikasjon. Bruddet forelå over en lengre periode, herunder flere måneder, og ble kun omtalt kort i forbindelse med avleggelse av kvartalsrapport. Det ble ansett formildende at det hadde gått lang tid fra forholdet ble avdekket av børsen og frem til børsens avgjørelse.

I 2013 ble Northland Resources S.A. ilagt overtredelsesgebyr på syv ganger årlig kursnoteringsavgift for ikke å ha offentliggjort informasjon om forventede økte drifts- og investeringskostnader, samt informasjon om effekten av endrede antagelser om øvrige forhold som ville kunne påvirke selskapets inntekter og finansieringssituasjon. Det ble også innhentet fremmedkapital i denne perioden. Børsen vurderte at selskapet unnlot å påpeke avvik fra tidligere kommunikasjon til markedet, og at kommunikasjonen var selektiv. Skjerpende momenter var videre bruddets varighet på nesten to måneder, sensitiviteten på opplysningene samt det store antall personer utenfor selskapet som fikk kjennskap til informasjonen som kan ha bidratt til lekkasje. Børsen viste også til at selskapet hadde vært i en utfordrende finansiell situasjon, og at det da er særlig viktig at noterte selskaper utøver en korrekt informasjonshåndtering.

Overført til foreliggende sak anser Euronext Oslo Børs det som positivt at styret håndterte informasjonen raskt og effektivt da styret ble kjent med kostnadsoverskridelsen i styremøtet den 19. mars 2024. Dialogen mellom Euronext Oslo Børs og Selskapet har videre gjennomgående vært god og børsen anser det positivt at Selskapet i etterkant av hendelsen har iverksatt avhjelpende tiltak, i form av gjennomgang av rutiner og prosedyrer og endring i ledelses- og styresammensetning, for å forhindre at lignende situasjoner oppstår igjen. Børsen forventer likevel at et selskap iverksetter slike etterfølgende tiltak ved brudd på utsteders plikt til straks å offentliggjøre innsideinformasjon. Det er Euronext Oslo Børs' vurdering at behandlingen av informasjonen skjedde i strid med regelverket og at vurderingen av om det forelå innsideinformasjon ble gjort 6 dager, herunder 3 handelsdager, for sent. Det er skjerpende at Selskapet ikke synes å ha hatt tilstrekkelig gode rutiner og prosedyrer for å vurdere og håndtere innsideinformasjon, og at gjeldende rutiner for utarbeidelse av kostnadsestimater ikke ble fulgt.

Som nevnt ovenfor gikk det 6 dager, herunder 3 handelsdager, fra tidspunktet Euronext Oslo Børs mener at innsideinformasjon senest forelå, til tidspunktet Selskapet konkluderte med at innsideinformasjon forelå og offentliggjorde dette til markedet. Varigheten er forholdsvis kort, hvilket er et formildende moment. Selskapets begrensede finansielle styrke trekker videre i formildende retning. Basert på overnevnte momenter vurderer Euronext Oslo Børs at et passende overtredelsesgebyr vil være i nedre sjikt. Euronext Oslo Børs har funnet at overtredelsesgebyrets størrelse bør utgjøre 220 000 NOK, hvilket dersom man ser hen til tidligere regler om utmåling, ville utgjort ca. 1 ganger årlig kursnoteringsavgift.

6. Vedtak

«Gigante Salmon AS ilegges et overtredelsesgebyr pålydende 220 000 NOK i administrativ sanksjon for brudd på plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon, jf. MAR artikkel 17 nr.1, jf. Euronext Growth Oslo Regelbok – Del II punkt 3.9.1, og jf. verdipapirhandelloven § 21-1 (5), jf. *§ 19-1 (3), jf. verdipapirforskriften § 17-1*.»

3.2.11 Interoil Exploration and Production ASA - Decision Regarding a Violation of the Issuer's Continuing Disclosure Obligations, 12.12.2024

The case concerns the issuer's violation of the obligation to disclose inside information. It addresses issues related to the timely disclosure of inside information pursuant to MAR Article 17 (1), cf. Article 7, the assessment of culpability under Section 46 (1) of the Public Administration Act, and the imposition and determination of a violation charge under the Securities Trading Act for breaches of MAR.

1. Introduction

Reference is made to the stock exchange announcements by Interoil Exploration and Production ASA (the "**Company**") on (i) 29 May 2024 at 18:25 CEST, regarding the financial reporting for the first quarter ("**Q1**") of 2024 (the "**Q1 Announcement**"), (ii) 29 August 2024 at 18:45 CEST, regarding financial reporting for the second quarter ("**Q2**") and first half ("**H1**") of 2024 (the "**Q2 & H1 Original Announcement**"), and (iii) 30 August 2024 at 21:49 CEST, regarding a correction to the Q2 & H1 Original Announcement (the "**Q2 & H1 Correction Announcement**", and together with the Q2 & H1 Original Announcement, the "**Q2 & H1 Announcements**"). Further reference is made to the email correspondence between Oslo Børs ASA ("**Oslo Børs**") and the Company following the publication of the Q2 & H1 Announcements.

This case concerns whether the Company breached Article 17, cf. Article 7 of the Market Abuse Regulation (EU) No. 596/2014 ("**MAR**"), and section 4.2.1.1 of Euronext Oslo Rule Book II – Issuer Rules ("**Rule Book II**"), by failing to correct the error in the Q1 Announcement in a timely manner. Additionally, the case addresses whether a violation charge should be imposed on the Company, cf. section 21-1 of the Securities Trading Act.

On 30 August 2024, the Company published the Q2 & H1 Correction Announcement, which corrected the Q1 revenue reported in the Q1 Announcement from USD 7.8 million to USD 5.3 million. On the following trading day, the Company's stock price fell by 26%, and trading volume increased significantly.

Oslo Børs is of the opinion that the Q1 Reporting Error (as defined below) constituted inside information and that the Company's obligation to promptly disclose this information arose when the then Chief Financial Officer (the "**CFO**") became aware of the error on 21 August 2024.[17] However, the inside information was not disclosed until 30 August 2024, after a shareholder pointed out discrepancies between the Q1 revenue figures in the Q1 Announcement and the Q2 & H1 Original Announcement. The inside information was therefore disclosed nine days, including seven trading days, after the Company's disclosure obligation, in Oslo Børs' view, arose.

Oslo Børs has delegated authority to supervise the rules on listed issuers' obligation to disclose inside information, cf. section 19-1 (3) of the Securities Trading Act and section 17-1 of the Securities Regulation, and may impose a violation charge in the event of a breach of the disclosure obligation, cf. section 21-1 (5) of the Securities Trading Act.

2. Legal grounds

2.1 Inside information etc.

Under section 4.2.1.1 of Rule Book II, cf. MAR Article 17 no. 1, the Issuer shall disclose inside information that directly relates to the issuer as soon as possible. The wording "*as soon as possible*" normally only includes the time it takes to draw up a stock exchange announcement regarding the matter. Issuers are expected to have routines and procedures that ensure that the issuers and its representatives can assess and handle information that must be disclosed when it arises.

According to MAR Article 7 no. 1 a), inside information constitutes:

> *"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, it follows from MAR Article 7 no. 2 that the information shall be considered as precise 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 (…)."*

2.2 Culpability requirement

According to section 46 (1) of the Public Administration Act, the fault requirement for imposing an administrative sanction against an enterprise is general negligence, unless otherwise is specified. Based on case law, Oslo Børs assumes that there is a requirement that the individual or individuals acting on behalf of the enterprise to have demonstrated ordinary negligence.

[17] The Company appointed a new CFO on 18 September 2024. References to the CFO in this Violation Charge Decision refer to the former CFO, not the current one.

In Oslo Børs' view, assessing negligence regarding the obligation to provide information involves a discretionary overall assessment, focusing on the actual action of the issuer and of individual(s) acting on behalf of the issuer, in relation to how the issuer or such individual(s) should have acted. In this context, consideration will be given to the expectation that issuers are organized to comply with Oslo Børs' regulations, cf. section 3.1.3.4 (2) of Rule Book II, which requires the issuer to have "*sufficient expertise and resources to satisfy the requirements for correct and proper management and distribution of information*". Additionally, it will be assumed that the issuers maintain adequate routines and procedures to ensure proper handling of information subject to disclosure requirements, cf. Oslo Børs' guidance to section 4.2.1 of Rule Book II concerning the disclosure obligation in cases of inside information.

2.3 Violation charge

MAR Article 31 stipulates that the supervisory authority must consider all relevant circumstances when deciding on the type of sanction and the measurement of the sanction, listing certain factors that may be taken into account. Section 21-14 of the Securities Trading Act implements MAR Article 31 into Norwegian law, and states that the following elements may be taken into account when deciding whether an administrative sanction should be imposed and when assessing it:

1. the gravity and duration of the infringement,

2. the degree of culpability of the infringer,

3. the infringer's financial capability, especially overall turnover or annual income and
assets,

4. profits gained or losses avoided,

5. losses inflicted on any third party as a result of the infringement,

6. willingness to cooperate with the authorities,

7. previous infringements,

8. factors as mentioned in section 46 (2) of the Public Administration Act,

9. other relevant factors.

Furthermore, section 46 (2) of the Public Administration Act sets out the following points that may be taken into account when assessing whether an enterprise should be subject to an administrative sanction and when assessing the sanction individually:

a.) the preventive effect of the sanction,

b.) the gravity of the breach, and whether any person acting on behalf of the enterprise is at fault,

c.) whether the enterprise could have prevented the offence through guidelines, instructions,
training, controls or other measures,

d.) whether the breach was committed in order to promote the interests of the enterprise,

e.) whether the enterprise has or could have obtained any advantage by the offence,

f.) whether there is any repetition,

g.) the economic capacity of the enterprise,

h.) whether other sanctions have been imposed on the enterprise or any person acting on behalf
of the enterprise as a consequence of the breach, including whether an administrative sanction
or criminal penalty has been imposed on any natural person,

i.) whether any treaty with a foreign state or international organisation presumes the use of
administrative corporate sanctions or corporate criminal penalties.

3. Factual circumstances

3.1 The factual circumstances

3.1.1 Written correspondence between the Company and Oslo Børs

Written correspondence between the Company and Oslo Børs took place from September to October 2024 regarding the Q1 Announcement, the Q2 & H1 Announcements, and the processes leading up to these announcements. Following this correspondence, on 14 November 2024, Oslo Børs sent the Company a preliminary notice of a potential violation charge, requesting that the Company submit its comments or objections within 14 days, with the option to request an extension if necessary. The Company submitted its comments to the preliminary notice on 28 November 2024.

As some emails include attachments, the email correspondence enclosed hereto is divided into multiple appendices.

Appendix 1: Email correspondence from 2 to 6 September 2024

Appendix 2: Email correspondence from 9 to 12 September 2024

Appendix 3: Email correspondence from 12 to 19 September 2024, including attachments

Appendix 4: Email correspondence from 1 to 3 October 2024

Appendix 5: Email of 14 November 2024, including attachment (the preliminary notice)

Appendix 6: Email correspondence of 28 November 2024

Based on the information and documentation submitted by the Company, Oslo Børs assumes the following factual circumstances:

3.1.2 Stock exchange announcements regarding financial reports

After the market closed on Thursday, 29 May 2024, the Company published the Q1 Announcement, reporting, among others, revenues of USD 7.8 million for Q1 of 2024, compared to USD 1.2 million for the same period in 2023.[18] Following the Q1 Announcement, the Company's stock price surged by 311% over the next two trading days (Friday, 31 May and Monday, 3 June 2024).

Three months later, after the market closed on Thursday, 29 August 2024, the Company published the Q2 & H1 Original Announcement, reporting revenues of USD 5.3 million for Q2 and USD 7.9 million for H1 of 2024.[19] There were no significant changes in the stock price on the following trading day, on Friday, 30 August 2024.

The following day, on Friday, 30 August 2024, after the market closed, the Company published the Q2 & H1 Correction Announcement, revising, among others, its previously reported Q1 revenue from USD 7.8 million to USD 5.3 million – an overstatement of approximately 47%.[20] Following the Q2 & H1 Correction Announcement, the stock price dropped 26% on the next trading day, Monday, 2 September 2024.

3.1.3 The process that led up to the Q1 Announcement

The Company has informed Oslo Børs that during the preparation of its Q1 financial report, the Company gathered financial information from its subsidiaries. One of these subsidiaries, Interoil Argentina S.A. ("**Interoil Argentina**"), is part of a joint venture (with five related exploitation concessions) in Argentina, where Interoil Argentina holds a 51% ownership stake, entitling it to a corresponding share of the joint venture's revenue.[21]

However, when preparing the Q1 financial report, Interoil Argentina incorrectly reported all of the joint venture's revenue as its own – nearly double the correct amount. The Company subsequently used Interoil Argentina's incorrect revenue information in the Company's Q1 financial report, resulting in a revenue overstatement of USD 2.5 million (approximately 47 % above the accurate figure) in the Q1 Announcement (the "**Q1 Reporting Error**").

3.1.4 The process that led up to the Q2 & H1 Announcements

Three months after the Q1 Announcement, in connection with the preparation of its Q2 & H1 financial report, the Company again gathered financial information from its subsidiaries, including Interoil Argentina. On 21 August 2024, the Company's CFO was informed that Interoil Argentina had overstated its Q1 revenue by USD 2.5 million, and that this error had been carried over into the Company's Q1 financial report and the Q1 Announcement.

In the period between being informed of the Q1 Reporting Error on 21 August 2024 and the publication of the Q2 & H1 Original Announcement on 29 August 2024, the CFO did not pass on this information to any member of the Company's management team or board of directors (the "**Board**"). No records indicates that the CFO considered the Q1 Reporting Error as inside information, neither by keeping insider lists, nor through documentation of any decision related to delayed publication.

[18] The Q1 Announcement: https://newsweb.oslobors.no/message/620280
[19] The Q2 & H1 Original Announcement: https://newsweb.oslobors.no/message/626631
[20] The Q2 & H1 Correction Announcement: https://newsweb.oslobors.no/message/626786
[21] https://newsweb.oslobors.no/message/594274

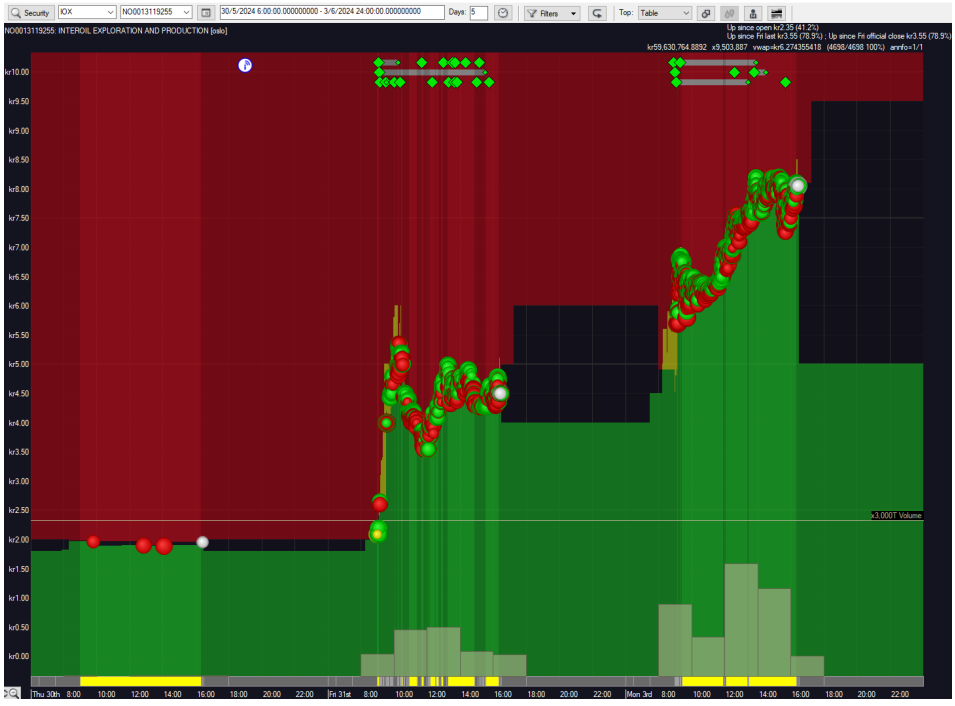
When the Q2 & H1 financial report was published through the Q2 & H1 Original Announcement, the Q1 Reporting Error was corrected in the accounts. However, the overstated revenue in the Q1 report was not explicitly addressed in either the Q2 & H1 Original Announcement or the attached financial report.

The following day, on 30 August 2024, at 11:14 CEST, the Company's Investor Relations services received an email from a shareholder pointing out that certain information, including revenue, in the Q1 Announcement and the Q2 & H1 Original Announcement did not align when considered together.[22] The shareholder recommended that the Company issue a correction announcement to clarify the discrepancies. The Company's Investor Relations services forwarded the email to the CFO at 15:26 CEST. This prompted the CFO to begin quality-checking the financial information and drafting the Q2 & H1 Correction Announcement, which was approved by the Board and published at 21:49 CEST.

3.2 The stock exchange announcement's effect on the stock price

3.2.1 The Q1 Announcement's impact on the stock price and trading volume

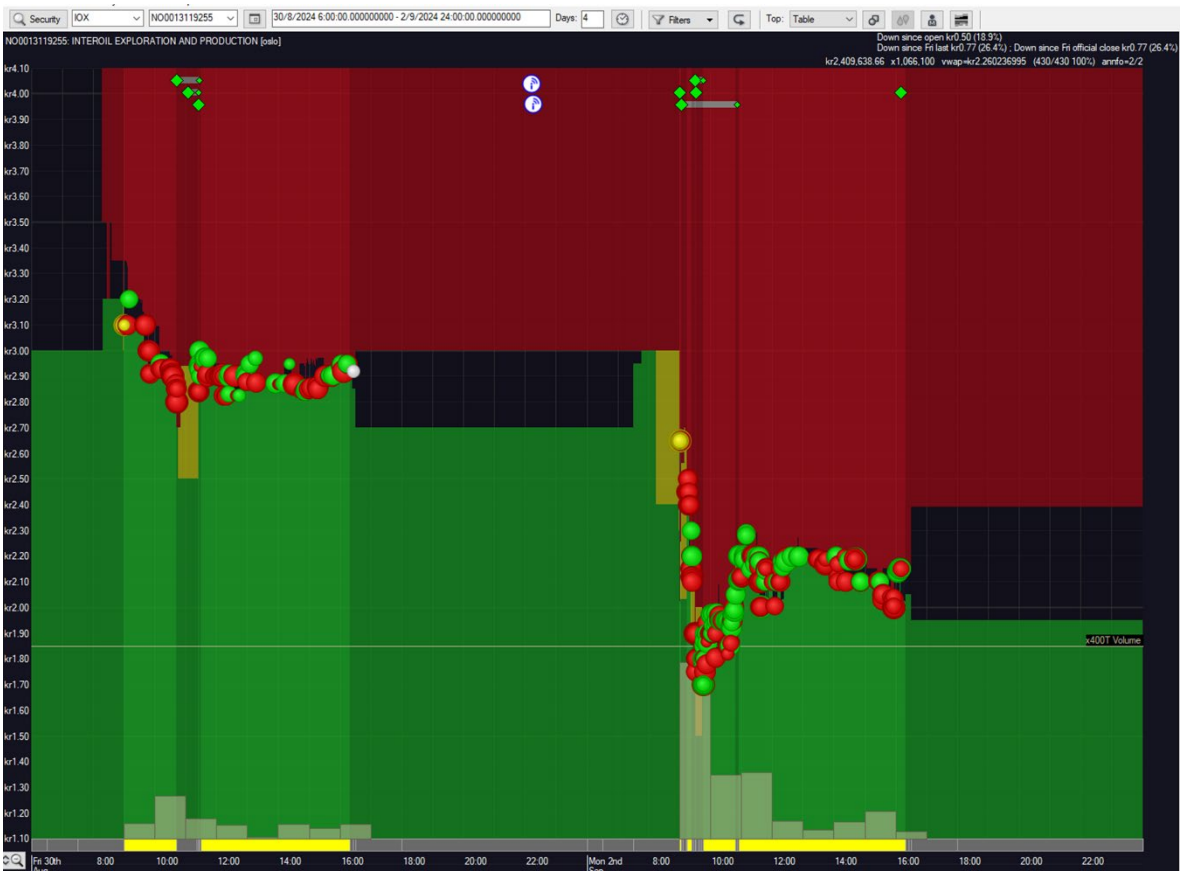
Oslo Børs observed a significant rise in the Company's stock price during the two trading days following the Q1 Announcement, on 31 May and 3 June 2024. By the close of trading on 3 June, the stock price had surged by 311% compared to the close on 30 May 2024. Trading volume also saw a sharp increase during these two days. Before the Q1 Announcement, the average trading volume in May was 25,931 shares. In contrast, 3,141,307 shares were traded on 31 May and 6,356,936 shares on 3 June, which represents approximately 183 times the average trading volume in May. Oslo Børs is of the opinion that the impact on the stock price and trading volume primarily stems from the information in the Q1 Announcement. The screenshot below has been sourced from Oslo Børs' real-time surveillance system, SMARTS, and displays the number of shares traded and the trading volume between 30 May and 3 June 2024, showing the changes in the stock price during the period:



[22] USD 7.8 million in Q1 + USD 5.3 million in Q2 ≠ USD 7.9 million in H1.

3.2.2 The Q2 & H1 Correction Announcement's impact on the stock price and trading volume

Oslo Børs observed a significant drop in the Company's stock price on 2 September 2024, the trading day following the Q2 & H1 Correction Announcement. By the close of trading on 2 September, the stock price had fallen by 26% compared to the close of trading on 30 August 2024. Trading volume also rose sharply on 2 September. The average trading volume in August was 105,408 shares, while 794,158 shares were traded on 2 September, representing a 753% increase compared to the average trading volume in the previous month. Oslo Børs is of the opinion that the impact on the stock price and trading volume primarily stems from the information in the Q2 & H1 Correction Announcement. The screenshot below has been sourced from Oslo Børs' real-time surveillance system, SMARTS, and displays the number of shares traded and the trading volume between 30 August and 2 September 2024, showing the changes in the stock price during the period:



4. The Company's assessment

The Company has informed Oslo Børs that, during the period between being notified of the Q1 Reporting Error and the publication of the Q2 & H1 Original Announcement, the CFO either failed to evaluate whether the Q1 Reporting Error constituted inside information or determined that it did not. The Company has also stated that since the Board was unaware of the Q1 Reporting Error, when it originally occurred and when it was initially discovered, it was not in a position to assess the classification of the information at these times.

However, the Company has informed Oslo Børs that its retrospective assessment is that the discrepancy between the correct and reported Q1 figures did, in itself, constitute inside

information under MAR Article 7 no. 1. The Company has not explicitly indicated when it considers its disclosure obligation to have arisen.

Furthermore, the Company has informed Oslo Børs that the CFO's handling of this matter did not follow the Company's established procedures and routines, and that the proper course of action upon discovering the Q1 Reporting Error would have been to immediately bring the issue to the attention of the general manager and the Board, and to ensure that a correction announcement was made as soon as possible after the discovery on 21 August 2024.

5. Oslo Børs' assessment

5.1 Inside Information

Reference is made to the definition of "inside information" in MAR Article 7 no. 1, as outlined under section 2.1 above. The definition establishes three main criteria for information to be considered inside information. First, there must be information of a precise nature that directly or indirectly relates to the issuer or its financial instruments. Furthermore, the information must, if made public, be deemed likely to affect the price of the financial instruments significantly. Finally, the information must not be publicly available or generally known in the market.

Oslo Børs shares the Company's retrospective conclusion that the Q1 Reporting Error, before the publication of the Q2 & H1 Correction Announcement, constituted "information of a precise nature, which has not been made public, relating, directly or indirectly", to the Company, and which, if made public, "would be likely to have a significant effect on the price of" the Company's shares, cf. MAR Article 7 no. 1.

Consequently, Oslo Børs must determine whether the Company has fulfilled its disclosure obligations by determining both when the Company's obligation to disclose the inside information arose, and whether the Company did disclose the information "as soon as possible" thereafter, cf. MAR Article 17 no. 1.

The Company has stated that since the CFO did not inform the Board of the Q1 Reporting Error when it was originally discovered on 21 August 2024, the Board was not in a position to assess the classification of the information at that time.

Oslo Børs is of the opinion that the CFO's knowledge of the Q1 Reporting Error was sufficient to trigger the Company's disclosure obligation. The Company is expected to have established the necessary routines and procedures, and to ensure that the members of its management possesses sufficient expertise and resources for properly managing and distributing information that requires market disclosure as it arises. As the Company's primary responsible representative for financial and economic matters, including financial reporting, the CFO is expected to competently identify potential inside information and follow the Company's procedures and routines in such instances. On this basis, Oslo Børs considers that the Company's disclosure obligation arose when the CFO became aware of the Q1 Reporting Error on 21 August 2024.

As stated in section 0 above, the wording "*as soon as possible*" in MAR Article 17 no. 1 generally refers to the time needed to prepare a stock exchange announcement. In this case, the Company disclosed the inside information through the Q2 & H1 Correction Announcement on 30 August 2024, nine days (of which seven trading days) after the disclosure obligation arose on 21 August 2024. Since this period is significantly longer than the time required to prepare a stock exchange announcement, it is Oslo Børs' view that

the Company did not fulfil its obligation to disclose inside information under MAR Article 17 no. 1 in a timely manner.

For the sake of good order, Oslo Børs also notes that there likely would not have been legitimate grounds for the Company to delay the disclosure of the inside information, as withholding the information about the Q1 Reporting Error would be "*likely to mislead the public*", cf. MAR Article 17 no. 4.

5.2 Assessment of culpability – ordinary negligence

As mentioned under section 2.2 above, in order for Oslo Børs to impose a violation charge, it is required that the individual(s) acting on behalf of the issuer have demonstrated ordinary negligence in connection with the breach of the disclosure obligation. The assessment is based on how the issuer should have acted, based on objective and subjective standards for conduct, compared to how the individual(s) did act.

Section 3.1.3.4 (2) of Rule Book II establishes that the issuer must have sufficient expertise and resources to satisfy the requirements for the correct and proper management and distribution of information. In the guidance to section 4.2.1.1 of Rule Book II, it is further assumed that the issuer has routines and procedures that enable it to manage information subject to disclosure obligations when it arises. The obligation to manage such information in a timely manner arises regardless of whether inside information emerges during or outside of trading hours. Issuers must be prepared to handle inside information immediately when it occurs to fulfil the obligation to "*inform the public as soon as possible of inside information which directly concerns that issuer*", cf. MAR Article 17 no. 1. These standards for conduct, together with the Company's internal routines and procedures, form the comparative basis for the assessment of negligence.

The Company has informed Oslo Børs that the CFO did not immediately bring the Q1 Reporting Error to the attention of the Company's general manager and/or Board, although this would have been the appropriate course of action in accordance with the Company's internal procedures and routines. Involvement of the Board and/or general manager immediately after the Q1 Reporting Error was discovered could have led to the information being treated as inside information at an earlier stage.

Furthermore, the Company has informed Oslo Børs that the CFO either failed to assess whether the Q1 Reporting Error constituted inside information or determined that it did not. In either case, Oslo Børs is of the view that the Q1 Reporting Error clearly constitutes inside information, as evidenced by the 311% surge in the Company's stock price following the Q1 Announcement. The conduct of the CFO indicates that the CFO lacked sufficient competence and expertise in disclosure requirements to recognize the Q1 Reporting Error as (potential) inside information.

Additionally, the CFO did not ensure that the Q1 Reporting Error was explicitly addressed in the Q2 & H1 Original Announcement. It is not deemed likely that the CFO would have initiated the correction through the Q2 & H1 Correction Announcement, had a shareholder not alerted the Company to the discrepancies between the information in the Q1 Announcement and the Q2 & H1 Original Announcement.

Based on the above assessments, Oslo Børs concludes that the CFO, acting on behalf of the Company, demonstrated sufficient negligence to warrant administrative sanctions for the Company.

5.3 Violation charge

5.3.1 Assessment of whether a violation charge shall be imposed

As mentioned under section 0, an assessment must be made of whether a violation charge should be imposed after a review of the factors in section 21-14 of the Securities Trading Act and section 46 (2) of the Public Administration Act. The factors in the two provisions partially overlap, and in the following, the factors in the Public Administration Act are only assessed where there are no corresponding provisions in section 21-14 of the Securities Trading Act.

Oslo Børs considers the violation to be serious, cf. section 21-14 no. 1 of the Securities Trading Act regarding the gravity of the infringement. The Company's CFO either lacked the competence and expertise to identify the Q1 Reporting Error as inside information or attempted to conflate the error with the Q2 & H1 report. In either case, the CFO failed to inform the Company's general manager and/or Board about the Q1 Reporting Error, contrary to the Company's internal routines and procedures.

Further, as explained under section 5.2 above, Oslo Børs assesses that the individual(s) acting on behalf of the Company demonstrated ordinary negligence, cf. section 21-14 no. 2 of the Securities Trading Act regarding the degree of negligence of the infringer.

In assessing the issuer's financial capability, cf. section 21-14 no. 3 of the Securities Trading Act, Oslo Børs considers the Company's current financial position relatively limited. For the 2023 financial year, the Company reported revenues of USD 23.9 million but incurred a loss before income tax of USD 14.8 million. Furthermore, in the Q2 & H1 Correction Announcement, the Company reported revenues of USD 10.6 million with a loss before income tax of USD 4.7 million for H1 of 2024.

Regarding profit gained or loss avoided, cf. section 21-14 no. 4 of the Securities Trading Act, there is no indication that the Company gained any profit or avoided losses as a result of the market not being informed about the Q1 Reporting Error before 30 August 2024.

Furthermore, reference is made to section 21-14 no. 5 of the Securities Trading Act regarding whether third parties suffered losses due to the infringement. Oslo Børs is not aware of such losses beyond the value loss experienced by those who bought shares without knowledge of the Q1 Reporting Error in the three months between the Q1 Announcement and the Q2 & H1 Correction Announcement. Reference is also made to the assessment in section 3.2 above with respect to impact on price and volume.

The Company has responded to the Oslo Børs' inquiries and has been cooperative, cf. section 21-14 no. 6 of the Securities Trading Act on the willingness to cooperate with the authorities. The communication between Oslo Børs and the Company has been good in the period following the Q2 & H1 Announcements, and the Company has responded to the Oslo Børs' inquiries within the set deadlines, providing detailed information about the Company's assessments and information management.

Regarding previous infringements, cf. section 21-14 no. 7 of the Securities Trading Act, Oslo Børs has registered one prior incident from 21 April 2017. In that incident, Oslo Børs provided the Company with guidance on disclosure requirements for future market communications relating to the Company's handling of a delay in a previously announced timeline for drilling an oil well. However, to the best of Oslo Børs' knowledge, the Company has not been sanctioned previously for any violations of MAR, cf. section 46 (2) letter h. of the Public Administration Act.

Oslo Børs has also been informed that the Company has taken steps to prevent future violations, cf. section 21-14 no. 9 of the Securities Trading Act on other relevant factors, and MAR Article 31 (1) letter g. regarding measures to prevent recurrence. On 18 September 2024, the Company appointed a new CFO to strengthen its reporting capabilities, a decision influenced by the errors in the Q1 and Q2 & H1 Announcements. Additionally, the Company has stated that, in collaboration with external counsel, it has reviewed its routines and procedures to reduce the risk of similar incidents occurring in the future. As part of these efforts, on 18 October 2024, the Company decided to establish an audit committee comprising members with extensive experience in accounting, administration, and finance. Oslo Børs' overall impression is that the Company is taking this incident seriously.

Oslo Børs considers that the violation charge will have a preventive effect on the Company to avoid repeated breaches of the rules on the disclosure of inside information, cf. section 46 (2) letter a. of the Public Administration Act on the preventive effect of the sanction.

Oslo Børs expects companies listed on its trading venues to have a conscious understanding of the regulations and to establish routines and procedures that ensure compliance. In this case, Oslo Børs assesses that the Company could and should have recognized the Q1 Reporting Error as inside information on 21 August 2024, and that adequate training and possibly improved internal guidelines and procedures could have prevented the violation, cf. section 46 (2) letter c. of the Public Administration Act.

The rules governing companies' disclosure obligations and handling inside information are critical for maintaining market participants' trust in the marketplace, which is essential for a well-functioning capital market. A necessary condition for sustaining market confidence is that companies fully understand and comply with these rules. Therefore, Oslo Børs concludes that a violation charge should be imposed on the Company.

5.3.2 Sanction level

The rules for determining violation charges were amended with the implementation of MAR. For legal entities, such charges for breaches of MAR Article 17 may amount to up to NOK 22 million or up to 2% of total annual turnover, according to the most recent approved annual accounts, cf. section 21-1 (3) of the Securities Trading Act. When determining charges, factors outlined in section 21-14 of the Securities Trading Act and section 46 (2) of the Public Administration Act may be considered, as described in section 5.3.1 above.

Since the implementation of MAR, Oslo Børs has imposed violation charges in three cases. The first case involved Endur ASA, in a decision dated 12 January 2023, concerning a breach of the obligation to publicly disclose inside information. Specifically, the company breached financial covenants and was informed of this issue by a third party after the publication of its half-year report and earnings presentation. The charge was set at NOK 200,000, which, under the previous determination rules, would have corresponded to approximately one year's listing fee. Aggravating factors in this case included the company's insufficient routines and procedures as well as inadequate financial management, which prevented the issue from being detected internally. Mitigating factors included the short duration of the breach, which lasted one trading day, and the disproportionately long processing time by Oslo Børs.

The second case concerned SoftOx Solutions AS, in a decision dated 18 September 2023. This case involved the failure to disclose inside information in a timely manner, specifically regarding SoftOx Solutions AS's challenging liquidity situation. The charge in this case was set at NOK 300,000, equivalent to twice the company's annual listing fee. Aggravating factors included the delay over a weekend before the company began analyzing a critical

email and its implications. Furthermore, Oslo Børs found the company's assessment of whether the conditions for delayed disclosure were met to be incorrect. It was also considered aggravating that the company sought to protect its own interests by withholding disclosure of its liquidity situation to obtain new capital at favourable prices. Mitigating factors included the short duration of the breach and the company's financial strength.

The final violation charge case following the implementation of MAR concerned Gigante Salmon AS, in a decision dated 10 September 2024. This case related to the company's failure to disclose inside information in a timely manner, specifically that the company's previously announced cost estimate for the development of its production facility required a significant upward adjustment. The charge was set at NOK 220,000, corresponding to one year's listing fee. Mitigating factors included the relatively short duration of the breach, which lasted six days, including three trading days, as well as the company's limited financial strength.

Before MAR was implemented, the last decision concerning violation charges for breaches of disclosure obligations was made against Navamedic ASA on 3 December 2020. The company was charged twice the listing fee for failing to disclose inside information in a timely manner. The breach lasted for 10 trading days. Mitigating factors included Navamedic ASA's maintenance of confidentiality during the period, which appeared to limit the damage, and Oslo Børs' somewhat prolonged processing time.

In 2016, Sandnes Sparebank was charged four times the annual listing fee for failing to disclose inside information in a timely manner. The company had delayed the disclosure of inside information related to two incidents that altered the assumptions underlying the bank's loss calculations, leading to significantly increased impairments compared to what had been communicated in a prior financial report. Oslo Børs assessed that the company delayed disclosure beyond the period permitted under the conditions for delayed disclosure and ultimately disclosed the information 16 trading days after, in Oslo Børs' opinion, the disclosure obligation arose.

In 2015, Scana Industrier ASA was charged three times the annual listing fee for breaching the disclosure obligation. The case concerned the failure to disclose information about the non-receipt of payment related to a company sale. Oslo Børs noted that it was unlikely the company could have justified delaying disclosure of the information, as the issue had already occurred, and it was clear that the payment had not been received. The market would have been misled if the non-payment was not disclosed, given the expectations set by the company's prior communications. The breach lasted for several months and was only briefly mentioned in a quarterly report. A mitigating factor in this case was the long time between Oslo Børs' discovery of the issue and its final decision.

In 2013, Northland Resources S.A. was charged seven times the annual listing fee for failing to disclose information about increased operating and investment costs and the effects of revised assumptions on other factors likely to affect the company's revenue and financial situation. During this period, external financing was also raised. Oslo Børs found that the company failed to disclose deviations from prior market communications and that the company's communication was selective. Aggravating factors included the nearly two-month duration of the breach, the sensitivity of the information, and the large number of external parties who gained knowledge of the information, which potentially contributed to leaks. Oslo Børs also noted that the company's challenging financial situation made accurate information management particularly important.

In the current case, Oslo Børs is of the opinion that the Company must be held accountable for the CFO's apparent lack of sufficient competence regarding the rules on inside information, which led to a violation of the Company's duty to promptly disclose information about the Q1 Reporting Error. It is considered an aggravating factor that the

Company failed to disclose the information in the Q2 & H1 Original Announcement and only addressed the Q1 Reporting Error explicitly in the Q2 & H1 Correction Announcement after inconsistencies were pointed out by an investor. Additionally, Oslo Børs considers it an aggravating factor that the Company (or its subsidiary, Interoil Argentina) initially made the Q1 Reporting Error, as this error misled the market during the three-month period between the Q1 Announcement and the Q2 & H1 Announcements.

However, Oslo Børs considers it positive that the Company's Board and management took the Q1 Reporting Error seriously once it was brought to their attention on 30 August 2024. The correspondence between Oslo Børs and the Company has been constructive, with the Company prioritizing the matter and responding to requests in a timely manner. While Oslo Børs expects issuers to implement remedial measures following breaches of disclosure obligations, it views positively the steps taken by the Company to prevent future violations, including appointing a new CFO and establishing an audit committee.

As noted, nine days, including seven trading days, elapsed between the time the Company's disclosure obligation arose and the publication of the Q2 & H1 Correction Announcement. This duration is considered neither a mitigating nor an aggravating factor. The Company's limited financial strength, however, is viewed as a mitigating factor. Oslo Børs' processing time has not been prolonged and therefore does not constitute a mitigating factor in this case.

Based on these considerations, Oslo Børs deems an appropriate charge to be slightly below the middle of the scale. Accordingly, the charge has been set at NOK 750,000, which, under previous determination rules, would correspond to just below three year's listing fee.

6. Decision

"For breaching the duty to disclose inside information in a timely manner, a violation charge of NOK 750,000 is imposed on Interoil Exploration and Production ASA, cf. Article 17 (1) of MAR, cf. section 4.2.1.1 of the Euronext Oslo Rule Book II, and section 21-1 (5), cf. section 19-1 (3) of the Securities Trading Act, cf. section 17-1 of the Securities Trading Regulation".

3.3 Periodisk in formasjonsplikt – regnskapsrapportering

N/A

4 MEDLEMSFORPLIKTELSER – HANDELSREGLER

N/A

5 OVERTAKELSESTILBUD

5.1 Kontrollerte tilbud 2024

Overtakelsestilbud etter vphl. kap. 6

Selskap	Tilbyder	Pliktig/frivillig tilbud	Dato godkjent
Gram Car Carriers ASA	SAS Shipping Agencies Services Sàrl	Frivillig tilbud	23.05.2024
Northern Ocean Ltd.	Hemen Holding Limited	Pliktig tilbud	10.07.2024
Volue ASA	Edison Bidco AS	Frivillig tilbud	19.08.2024

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

Selskap	Innløser	Dato godkjent
Adevinta ASA	Aurelia Bidco Norway AS	30.05.2024
Gram Car Carriers ASA	SAS Shipping Agencies Services Sàrl	25.07.2024
Volue ASA	Edison Bidco AS	29.10.2024

5.2 Tilbudsplikt

5.2.1 Mandatory offer obligation, amalgamation following voluntary offer, e-postkorrespondanse 05.02.2024

Spørsmål om tilbudsplikt der målselskapet var et børsnotert selskap registrert i Bermuda. Tilbyder vurderte en transaksjonstruktur der det først ble fremmet et frivillig tilbud, som trolig ville utløse tilbudsplikt, etterfulgt av en amalgamasjon i tråd med Bermudisk rett. Amalgamasjonen var tiltenkt besluttet av målselskapets generalforsamling før gjennomføring av tilbudet. Euronext Oslo Børs viste til at tilbyder i den skisserte strukturen ville være underlagt tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 dersom relevante aksjeervervsterskler ble nådd eller krysset, og at unntak fra tilbudsplikt etter vphl. § 6-22, jf. asal. § 4-25, ikke får analogisk anvendelse for andre sammenlignbare selskapshandlinger.

<u>E-post fra tilbyders rådgiver, 18.01.2024:</u>

We are acting as legal advisor to a Bermuda incorporated issuer, listed on Oslo Børs. The issuer is exploring strategic options, which may result in a take-private transaction being launched. The process is at an early stage, and there can be no certainty that any transaction will materialize. However, we are discussing potential transaction structures with the issuer, and we are preparing for a swift process.

As the issuer is incorporated in Bermuda, one transaction structure that is being considered is an amalgamation between the issuer and a newly formed acquisition vehicle of the offeror (the "SPV") in accordance with the Bermuda Companies Act, similar to for example the take-private of Hoegh LNG Holdings Limited. The other transaction structure alternative is a voluntary tender offer in accordance with the Norwegian Securities Trading Act followed by an amalgamation between the issuer and the SPV (and thus avoiding going through a compulsory acquisition under Bermuda law, where the threshold in practice may be significantly higher than 90%).

An amalgamation is a corporate transaction similar to a merger, in which the issuer's board of directors and the SPV's board of directors approve the amalgamation, and the issuer's board of directors recommends to its shareholders that the amalgamation is approved by the general meeting. The required shareholder majority at the general meeting can then resolve the amalgamation which will, if resolved, be binding on all shareholders. The shareholders of the issuer will at completion of the amalgamation receive cash or securities from the offeror, and the amalgamated company (i.e. the combination of the issuer and the SPV) becomes a wholly-owned subsidiary of the offeror.

We are contacting you with regards to the alternative with a voluntary tender offer in accordance with the Norwegian Securities Trading Act followed by an amalgamation. The question is, subject to the threshold for launching a mandatory offer is met through the completion of the voluntary tender offer, whether Oslo Børs will require the offeror to put-forward a mandatory offer if the offeror upon completion of the voluntary tender offer initiates the completion steps for the amalgamation?

The general meeting for approving the amalgamation will be held in the acceptance period for the voluntary tender offer, and the implementation of the amalgamation will be made subject to completion of the voluntary tender offer. The amalgamation can be completed relatively quickly once the voluntary tender offer is completed (i.e. in a matter of days and well before the four-weeks deadline for making a mandatory offer). It would be burdensome having to launch a mandatory offer in such circumstance, as the amalgamation anyhow will be completed and function as a squeeze-out of the shareholders not having accepted the voluntary tender offer.

As the general meeting for approving the amalgamation will be held prior to completion of the voluntary tender offer, and thus prior to the mandatory offer obligation being triggered, Section 6-8(5) of the Norwegian Securities Trading Act will not have any influence on the voting in the general meeting.

We look forward to hearing from you and please do not hesitate to contact me or my colleagues [redacted] and [redacted] (in cc) in if you would like to discuss.

Svar fra Oslo Børs i e-post 05.02.2024:

Reference is made to your email below.

Based on your description of the second alternative transaction structure, the voluntary offer would presumably result in an obligation to make a mandatory offer, following which the offeror would have to make a mandatory offer in accordance with the requirements set out in the Norwegian Securities Trading Act (the "**STA**"), unless an exception is provided for by statutory law. Shareholders who neglect the obligation to make a mandatory offer after having crossed relevant thresholds may not exercise their shareholders' rights (subject to certain exceptions). These principles form an intrinsic part of Norwegian take-over regulations, see NOU 2005:17 p. 72 and NOU 1996:2 p. 128, as well as Oslo Børs'

statements in Decision and Statements (No.: *Vedtak og uttalelser*) of 1999 (pp. 70-71) and of 2000 (pp. 90-95).

The described transaction structure contains parallels to the completion of a compulsory acquisition ("squeeze-out"). A shareholder that has triggered the obligation to launch a mandatory offer cannot proceed with a compulsory acquisition unless the mandatory offer obligation has been fulfilled. However, following completion of a voluntary offer, the offeror may be exempt from the obligation to make a mandatory offer, provided that a compulsory acquisition is completed on certain specified conditions, cf. section 6-22 of the STA, cf. section 4-25 of the Norwegian Public Limited Companies Act (the "**NPLCA**"). This exemption only applies to compulsory acquisitions, and as such does not extend to other – albeit comparable – corporate actions. Further, the requirements for this exemption are designed to provide the minority shareholders with the level of protection that is otherwise provided for by the requirements for mandatory offers (minimum offer price, payment guarantee, deadline for effecting the acquisition and supervision by the take-over authority). An amalgamation would not provide such protection of minority shareholders.

As there are no applicable exemptions from the obligation to make a mandatory offer, the offeror would have to comply with the requirements to make a mandatory offer if the obligation is triggered. Completing an amalgamation after having triggered the obligation to make a mandatory offer would not be in compliance with the principles of Norwegian take-over regulations. We have noted that the intention is to resolve the amalgamation before the mandatory offer obligation has been triggered (during the acceptance period for the voluntary offer). In our view, this does not alter the conclusion, and Oslo Børs would require to offeror to present a mandatory offer.

For the sake of good order we mention that it is possible under Norwegian take-over law to present a voluntary offer pursuant to the rules applicable to mandatory offers. Passing the mandatory offer threshold through such offer would not require a subsequent mandatory offer, and therefore not restrict a subsequent amalgamation.

In respect of the transaction structure whereby the amalgamation is carried out without a prior voluntary offer triggering of the obligation to make a mandatory offer, reference is made to Oslo Børs' view on amalgamation stated in Decision and Statements of 2009 (section 6.2.5) and 2021 (section 5.2.5).

5.2.2 Use of exempted document for voluntary exchange offer, e-postkorrespondanse 26.02.2024

Spørsmål om anvendelse av unntak fra prospektplikt etter prospektforordningen ((EU) 2017/1129) i forbindelse med et mulig overtakelsestilbud med aksjer i tilbyder som oppgjørsalternativ. En forutsetning for anvendelse av artikkel 1(4)(f) om unntak fra å utarbeide prospekt ved overtakelsestilbud med oppgjørsalternativ i aksjer dersom aksjene ikke er fungible med målselskapets aksjer, er at den respektive myndighet etter takeoverdirektivet (2004/25/EC) kan forhåndsgodkjenne et unntaksdokument, jf. artikkel 1(6a)(b). Selv om unntaket fra prospektplikt er gjennomført i norsk rett gjennom inkorporasjonen av SMB-forordningen ((EU) 2019/2115), jf. vphl. § 7-1, har ikke Oslo Børs blitt gitt myndighet til å godkjenne unntaksdokumenter etter prospektforordningen.

E-post fra tilbyders rådgiver, 23.02.2024:

Reference is made to the telephone conversation with my colleague Pernille yesterday.

We are advising our client on a potential voluntary exchange offer (i.e., share-for-share consideration) for all of the issued and outstanding shares of a company listed on Euronext Expand. Our client currently has its shares admitted to trading on Euronext Growth Oslo.

Pursuant to Article 1(4)(f) of the EU Prospectus Regulation, a company is exempted from preparing a full prospectus for shares offered in connection with a voluntary exchange offer if a document is made available to the public describing the transaction and its impact on the issuer. In addition, in order to rely on the exemption, pursuant to Article 1(6a) of the EU Prospectus Regulation (as implemented into Norwegian law through Regulation (EU) 2019/2115 pursuant to the Norwegian Securities Trading Act section 3-1 (1)), the shares offered in the takeover offer must be fungible with shares already admitted to trading on a regulated market, **or** the supervisory authority that has competence to review the offer document has issued prior approval of the document described in the exemption under Article 1(4)(f).

Given that our client's shares are currently admitted to trading on Euronext Growth Oslo, which is not a regulated market, our question is whether we can rely on the second part of Article 1(6a) (underlined above) in order to operate within the exemption from preparing a prospectus set forth in Article 1(4)(f). Our reading of the second part of Article 1(6a) is that we would be able to rely on the exemption if Oslo Børs pre-approves the document describing the transaction and its impact on the issuer. Such document is subject to the content requirements set forth in the Commission Delegated Regulation (EU) 2021/528 of 16 December 2020, a copy of which is attached here in Norwegian for your reference. Our expectation is that we would prepare a standard offer document, in line with the requirements of the Norwegian Securities Trading Act, combined with the requirements pursuant to the Commission Delegated Regulation (EU) 2021/528 of 16 December 2020.

We therefore ask whether Oslo Børs would be able to pre-approve the combined offer and exempted document in accordance with the above.

Svar fra Oslo Børs i e-post 26.02.2024:

We share your understanding that article 1(6a) of Regulation (EU) 2017/1129 (the "**Prospectus Regulation**") sets out two alternative grounds to invoke the application of the prospectus exemption in article 1(4)(f). However, we note that 1(6a)(b) reserves its application to circumstances where there is a supervisory authority with the relevant competence to review the offer document and to issue such prior approval of the excepted document (cf. "*where applicable*").

The Norwegian takeover rules are set out in chapter 6 of the Securities Trading Act (the "**STA**"). Oslo Børs derives its competence to be the Norwegian supervisory authority under Directive 2004/25/EC (the "**Takeover Directive**") from section 6-4 (1) of the STA, and the competence to approve offers and offer documents from section 6-14 (1) of the STA. The legal competence and obligations of the takeover supervisory authority are fully provided for in the STA (mainly in chapter 6). In addition, there are a number of takeover rules (rules that establish rights and obligations for those that are involved in a takeover, such as bidders, shareholders, and the target company) that are not subject to the supervisory authority of the takeover supervisory authority. Although Regulation (EU) 2019/2115 as a whole has been implemented by incorporation into Norwegian law through the amendment to section 7-1 of the STA, thus facilitating with alternatives for the reliance of article 1(4)(f) of the Prospectus Regulation, the actual legal competence to issue a pre-

approval of a document prepared in accordance with requirements pursuant to Commission Delegated Regulation (EU) 2021/528 has not been given to Oslo Børs by the Norwegian legislative authorities. Such competence would have to be delegated in chapter 6 of the STA in order for Oslo Børs to issue approvals of exempted documents.

In the absence of relevant competence, we are of the view that Oslo Børs is not in a position to be able to issue pre-approval of an exempted documents in accordance with article 1(6a)(b) of the Prospectus Regulation.

As for the combined offer, Oslo Børs may review the offer and offer document in accordance with ordinary procedures.

5.2.3 Godkjennelse av exempted document, e-post-korrespondanse 26.11.2024

Spørsmål vedrørende Oslo Børs' kompetanse som tilbudsmyndighet til å forhåndsgodkjenne et «exemption document» etter prospektforordningen som unntak fra plikten til å offentliggjøre tilbudsprospekt. Oslo Børs' vurdering er at tilbudsmyndigheten ikke er gitt kompetanse til å kontrollere og godkjenne «exempted document».

E-post til Oslo Børs 25.11.2024:

Vi bistår en tilbyder i et mulig overtakelsestilbud, hvor oppgjøret delvis skal bestå av vederlagsaksjer i tilbyder. Aksjene i tilbyder er notert på en anerkjent børs utenfor EU.

Som følge av at tilbyder er notert utenfor EU, er ikke unntaket fra tilbudsprospekt etter Prospektforordningen ("**PF**") artikkel 1 nr. 4 (f), mot at det utarbeides et "exemption document", tilgjengelig. Vi viser til presiseringen i endringsforordning (EU) 2019/2115 artikkel 2 (1) om at aksjene som tilbys må være "*fungible with existing securities already admitted to trading on a regulated market prior to the takeover* [...]", jf. ny PF artikkel 1 nr. 6a (a).

Vår henvendelse gjelder endringsforordningens artikkel 2 (1) om ny PF artikkel 1 nr. 6a (b). Etter bestemmelsen kan unntaket i PF artikkel 1 nr. 4 (f) brukes dersom:

"*(b) the supervisory authority that has the competence, where applicable, to review the offer document under Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council (**)* ***has issued a prior approval of the document referred to in point (f) of paragraph 4*** *or point (e) of paragraph 5 of this Article*." (vår utheving)

Vi forstår at Oslo Børs tidligere har vurdert og konkludert med at børsen ikke har kompetanse til å forhåndsgodkjenne et exemption document etter PF artikkel 1 nr. 4 (f) slik bestemmelsen åpner for. Til sammenligning ser vi at den italienske Companies and Exchange Commission (CONSOB) godkjente et tilbudsdokument 5. april 2023, og et exemption document 6. april 2023 (2. dufry ag - exemption document.pdf), i forbindelse med et pliktig tilbud på aksjene i Autogrill S.p.A. fremsatt av Dufry AG. Det mest smidige hadde naturligvis vært om forhåndsgodkjennelsen av exemption document kunne gis som ledd i Oslo Børs' kontroll av et kombinert dokument (se like nedenfor).

Konsekvensen av at Oslo Børs ikke har kompetanse til å forhåndsgodkjenne et exemption document er at tilbyder må utarbeide et EØS-tilbudsprospekt som godkjennes av Finanstilsynet, i tillegg til tilbudsdokumentet som godkjennes av Oslo Børs. Dette har

innvirkning på kostnader og tidslinje. Vi hører derfor gjerne mer om Oslo Børs' vurdering, og om konklusjonen fortsatt står seg.

For øvrig er vår foreløpige vurdering at det trolig uansett vil være mest hensiktsmessig å utarbeide et kombinert prospekt- og tilbudsdokument, lignende oppsettet i tilbud hvor unntaket i PF artikkel 1 nr. 4 (f) benyttes. Hvis Oslo Børs har synspunkter på dette ifm. kontrollen av tilbudsdokumentdelen av dokumentet setter vi pris på å motta det.

E-post til Euonext Oslo Børs 26.11.2024:

For helhet i forlengelsen av mailen under, se nedenfor utdrag fra ESMA Q&A om prospektforordningen:

15.9 Prospectus exemption in connection with a takeover by means of an exchange offer

Answer provided by the European Commission in accordance with Article 16b(5) of the ESMA Regulation

Updated: 12/10/2022

Q15.9 What is the meaning of 'approval', as referred to in Article 1(6a), point (b), of Regulation (EU) 2017/1129? Is it an approval which follows a process similar to that envisaged in Commission Delegated Regulation (EU) 2019/980 for prospectuses, or an approval which follows the process applied by relevant national supervisory authorities under Directive 2004/25/EC?

A15.9 It is considered that 'approval' as referred to in Article 1(6a), point (b), of Regulation (EU) 2017/1129 refers to the approval process applied by the relevant supervisory authorities designated in accordance with Directive 2004/25/EC and that have the competence, where applicable, to review the offer document under that directive.

E-post fra Euronext Oslo Børs 26.11.2024:

Vi har tidligere vurdert bruken av dette unntaket fra plikten til å offentliggjøre tilbudsprospekt og konkludert med at det ikke er anvendelig i Norge uten ytterligere regelendringer. Nedenfor er vår tidligere vurdering og begrunnelse:

«We share your understanding that article 1(6a) of Regulation (EU) 2017/1129 (the "**Prospectus Regulation**") sets out two alternative grounds to invoke the application of the prospectus exemption in article 1(4)(f). However, we note that 1(6a)(b) reserves its application to circumstances where there is a supervisory authority with the relevant competence to review the offer document and to issue such prior approval of the excepted document (cf. "*where applicable*").

The Norwegian takeover rules are set out in chapter 6 of the Securities Trading Act (the "**STA**"). Oslo Børs derives its competence to be the Norwegian supervisory authority under Directive 2004/25/EC (the "**Takeover Directive**") from section 6-4 (1) of the STA, and the competence to approve offers and offer documents from section 6-14 (1) of the STA. The legal competence and obligations of the takeover supervisory authority are fully

provided for in the STA (mainly in chapter 6). In addition, there are a number of takeover rules (rules that establish rights and obligations for those that are involved in a takeover, such as bidders, shareholders, and the target company) that are not subject to the supervisory authority of the takeover supervisory authority. Although Regulation (EU) 2019/2115 as a whole has been implemented by incorporation into Norwegian law through the amendment to section 7-1 of the STA, thus facilitating with alternatives for the reliance of article 1(4)(f) of the Prospectus Regulation, the actual legal competence to issue a pre-approval of a document prepared in accordance with requirements pursuant to Commission Delegated Regulation (EU) 2021/528 has not been given to Oslo Børs by the Norwegian legislative authorities. Such competence would have to be delegated in chapter 6 of the STA in order for Oslo Børs to issue approvals of exempted documents.

In the absence of relevant competence, we are of the view that Oslo Børs is not in a position to be able to issue pre-approval of an exempted documents in accordance with article 1(6a)(b) of the Prospectus Regulation. As for the combined offer, Oslo Børs may review the offer and offer document in accordance with ordinary procedures."

Jeg kan ikke se at ESMA Q&A til prospektforprdningen endrer dette (Q15.9). Etter take-over direktivet er det ikke krav om at nasjonal lovgivning må inneholde krav om at tilbudsdokumenter skal kontrolleres og godkjennes av tilbudsmyndigheten. Det er en forutsetning for bruk av unntaket i article 1(6a) (b) at den nasjonal lovgivningen om selskapsovertakelser inneholder krav til slik kontroll. Videre er vi av den oppfatning at norsk lovgivning må inneholde kompetanse for tilbudsmyndigheten til å kontrollere og godkjenne excemted document. Tilbudsmyndigheten i Norge er gitt spesifikk og begrenset tilsynsmyndighets gjennom vphl. kap 6. Som poengtert i vurderingen gjengitt overfor er tilbudsmyndigheten kun gitt kompetanse for enkelte av de norske reglene om selskapsovertakelser. Funksjonen som tilbudsmyndighet innebærer utøvelse av offentligmyndighet. Per i dag er ikke tilbudsmyndigheten gitt kompetanse til å kontrollere og godkjenne exempted document. Legger for ordens skyld til at vi ikke kan se at prospektforordningen selv gir slik kompetanse til norsk tilbudsmyndighet.

De norske reglene om prospekter forvaltes av Finanstilsynet som prospektmyndighet. Vi har tidligere medelt Finanstilsynet om vår vurdering av spørsmålet om tilbudsmyndighetens kompetanse til å kontrollere og godkjenne excempted documents.

Jeg vil anta at italiensk rett inneholder noe som medfører at CONSOB har kompetansen til å kontrollere og godkjenne disse dokumentene. I Italia er funksjonen som tilbudsmyndighet og prospektmyndighet samlet i samme organ – CONSOB.

Det fungerer greit å benytte et kombinert samlet dokument. Dere må dog passe på dokumentet er bygget opp slik at dere tydelig kan angi til oss hvilke deler av dokumentet som er tilbudsdokumentet.

5.2.4 Tilbudsplikt – flere transaksjoner før første noteringsdag, utlån av aksjer for prisstabilisering i emisjon, e-postkorrespondanse 04.03.2024

En utsteder i en pågående noteringsprosess skulle før første noteringsdag både gjennomføre en offentlig emisjon, og utstede aksjer til en større aksjeeier som vederlag for en transaksjon. Til spørsmål om hvilket tidspunkt «erverv» etter vphl. § 6-1 (1) ble ansett gjennomført, la Oslo Børs til grunn at hensynet bak tilbudspliktreglene anses ivaretatt der informasjon om eierstruktur og kontrollsituasjon er formidlet i prospekt før første handelsdag, selv om teknisk registrering i Foretaksregisteret og levering av aksjer først skjer senere. Oslo Børs la videre til grunn at utlån og tilbakelevering av aksjer i forbindelse med stabiliseringstiltak og i tråd med markedspraksis normalt ikke vil utgjøre avhendelse og «erverv» av aksjer etter vphl. § 6-1 (1).

E-post fra tilbyders rådgiver 28.02.2024:

Vi bistår Public Property Invest AS (PPI) i forbindelse med en mulig notering på Oslo Børs. Bodil i noteringsavdelingen til Oslo Børs er saksbehandler, og vi har kopiert henne inn for ordens skyld.

SBB Samfunnsbygg AS (SBB) er i dag største aksjonær i PPI og eier ca. 44.8% av aksjene. I forbindelse med noteringen av PPI skal det gjennomføres en offentlig emisjon, hvor man planlegger å hente mellom MOK 1,5 – 2 milliarder (endelig beløp er ikke bestemt) ved utstedelse av nye aksjer. Videre skal et datterselskap av PPI erverve en portefølje av eiendommer fra SBB, forutsatt at den offentlige emisjonen gjennomføres (SBB-transaksjonen). Vederlaget for eiendommene på omtrent NOK 1,2 milliarder (foreløpig beløp, og gjenstand for justeringer) skal gjøres opp ved at det etableres en fordring mellom SBB og datterselskapet av PPI som erverver eiendommene, som umiddelbart overdras fra SBB til PPI, mot at PPI utsteder aksjer til SBB. Både kapitalforhøyelsen relatert til den offentlige emisjonen og til SBB-transaksjonen vil gjennomføres før første noteringsdag.

I egenskap av å være tilbudsmyndighet søker vi Oslo Børs' avklaring på enkelte spørsmål i relasjon til tilbudsplikt.

1. Tilbudsplikt for aksjer ervervet før første noteringsdag

SBB har ikke til hensikt å delta i den offentlige emisjonen. Arbeidshypotesen er at kapitalforhøyelsene for den offentlige emisjonen og SBB-transaksjonen meldes og registreres i Foretaksregisteret samtidig. Hvis kapitalforhøyelsen relatert til den offentlige emisjonen derimot skulle registreres først, vil SBB sin eierandel falle under 40% av aksjene og stemmene i PPI, men vil like etter økes til over 40% (men ikke 50%) igjen når kapitalforhøyelsen relatert til SBB-transaksjonen registreres. Tilsvarende blir det om kapitalforhøyelsen for SBB-transaksjonen skulle registreres først, og kapitalforhøyelsen for den offentlige emisjonen etterpå. SBB vil i dette scenarioet først oppnå en eierandel på over 50% av aksjene og stemmene, men deretter bli utvannet til under 50% (men over 40%).

Basert på VoU 2010 pkt. 8.2.4 og Arne Tjaum, Tilbudsplikt ved oppkjøp, 2014 s. 36 flg. forstår vi at det ikke er tilstrekkelig for at tilbudsplikt skal inntre at et erverv finner sted mens selskapet er i en noteringsprosess, og at erverv som skjer før første handelsdag, men etter at Oslo Børs har fattet vedtak om opptak til handel, ikke utløser tilbudsplikt. Videre forstår vi at ervervstidspunktet med hensyn til tilbudsplikt er senest når kapitalforhøyelsen i tilknytning til ervervet registreres i Foretaksregisteret.

Som følge av de omfattende konsekvensene en eventuell tilbudsplikt, ber vi for ordens skyld om at Oslo Børs bekrefte vår forståelse over, og at SBB ikke vil få tilbudsplikt på aksjene i PPI såfremt kapitalforhøyelsene registreres i Foretaksregisteret forut for første handelsdag.

2. Tilbudsplikt i forbindelse med aksjelån

Som en del av den offentlige emisjonen forventes det, i tråd med markedspraksis, at meglerhusene som bistår PPI kan overtildele et antall aksjer (f.eks. 15% av antall nye aksjer i det offentlige tilbudt). Aksjene som overtildeles lånes av SBB, og salgsprovenyet kan benyttes av et av meglerhusene (som stabiliseringsagent) til å kjøpe aksjer i markedet (stabilisering) i tråd med gjeldende regelverk for stabiliseringsaktiviteter. Aksjene ervervet gjennom stabilisering leveres tilbake til SBB. For å eliminere sin eventuelle "short"-posisjon ved utløp av stabiliseringsperioden vil stabiliseringsagenten kunne kreve å få utstedt et antall nye aksjer fra PPI som deretter leveres til SBB. Det er sannsynlig at SBB vil falle under en tilbudspliktgrense ved utlån av aksjer og deretter passere en tilbudspliktgrense ved tilbakeleveringen av aksjer.

Basert på VoU 2014 pkt. 5.2.8 forstår vi at et slikt alminnelig lånearrangement ikke anses som avhendelse og erverv for utlåner i relasjon til reglene om tilbudsplikt, og at SBB ikke vil få tilbudsplikt på aksjene i PPI ved å få tilbakelevert aksjer selv om en tilbudspliktgrense passeres. Vi ber Oslo Børs bekrefte vår forståelse.

Svar fra Oslo Børs i e-post 04.03.2024:

Viser til henvendelse om avklaring på spørsmål om tilbudsplikt, herunder spørsmål om tilbudsplikt ved erverv under en noteringsprosess, og spørsmål om tilbudsplikt ved tilbakelevering av utlånte aksjer i forbindelse med prisstabiliseringstiltak knyttet til en emisjon.

Til det første spørsmålet, så følger det av vphl. § 6-1 (1) at reglene om tilbudsplikt gjelder ved «erverv» av aksjer i selskaper «*hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap)*». For selskap i en pågående noteringsprosess anser Oslo Børs at selskapet først er notert når aksjene «*faktisk tas opp til notering*», se bl.a. Vedtak og Uttalelser («**VoU**») 2010 pkt. 8.2.4. Videre har Oslo Børs tidligere lagt til grunn at «*erverv*» av aksjer har funnet sted før notering, dersom selve eierstrukturen i realiteten er på plass før første noteringsdag – såfremt det ikke skal ytes ytterligere vederlag for aksjene, og mottaker har et ubetinget krav på å motta aksjer, vil tidspunkt for teknisk oppgjør av aksjene kunne være av mindre betydning, jf. NOU 1996:2 s. 120 og VoU 2004 pkt. 6.1.5. Ved en nynotering vil det dertil utarbeides et prospekt som vil kunne gi fyllestgjørende informasjon om utsteders eierstruktur, slik at informasjon om etablerte kontrollsituasjoner er tilgjengelig for investorene før eventuelle kjøp foretas. På den bakgrunn har Oslo Børs, i andre situasjoner der eierskapet ved opptaket til notering er av betydning, tidligere uttalt at det etter omstendighetene kan gå en periode mellom den hendelsen som ble ansett som «erverv» og det faktiske oppgjøret med levering av aksjene, se VoU 2011 pkt. 5.4.4. Begrunnelsen er at hensynet bak tilbudspliktreglene (at de øvrige aksjonærene skal ha en exit-mulighet ved et kontrollskifte i børsnoterte selskaper) i liten grad vil aktualiseres i en situasjon der all informasjon i forkant er tilgjengelig.

Oslo Børs legger derfor til grunn at registreringen av kapitalforhøyelsen i forbindelse med SBB-transaksjonen i Foretaksregisteret før første handelsdag vil være tilstrekkelig for å anse «*erverv*» av aksjene som gjennomført før selskapet ble «*notert*». For helhets skyld vises det også til VoU 2004 pkt. 6.1.2, der flere transaksjoner som skulle finne sted

simultant ble sett under ett, slik at kontrollsituasjonen netto for de samtidige transaksjonene ble avgjørende for spørsmålet om tilbudsplikt.

Til det andre spørsmålet, så har Oslo Børs ved flere anledninger uttalt seg om hvorvidt utlån og tilbakelevering av aksjer utgjør avhendelse og erverv etter reglene om tilbudsplikt. Spørsmålet beror på en konkret vurdering, jf. Ot.prp.nr. 29 (1996-1997) s. 70 (se bl.a. VoU 2013 pkt. 5.3.3 med videre henvisninger), der det avgjørende er hvorvidt det etableres en situasjon hvor det finner sted et kontrollskifte som tilsier at andre aksjeeiere bør gis en mulighet til å selge sine aksjer. Videre har børsen også flere ganger tatt stilling i saker hvor det aktuelle aksjelånet har vært gitt for å gjennomføre prisstabiliserende tiltak i forbindelse med ved nynoteringer, se bl.a. VoU 2014 pkt. 5.2.8 og VoU 2012 pkt 5.2.2. Forutsatt at utlån og tilbakelevering av aksjene gjennomføres i tråd med markedspraksis for aksjeutlån i forbindelse med prisstabiliserende tiltak, er Oslo Børs av den oppfatning at slikt utlån utgjør et reelt lån av aksjer som ikke etablerer kontrollskifte, hvor tilbakelevering derfor ikke vil utløse tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven.

Ta kontakt om dere har spørsmål ved det ovenstående.

5.2.5 Uavhengig uttalelse på vegne av målselskapet ved frivillig tilbud, e-postkorrespondanse 02.07.2024

Spørsmål om målselskapets finansielle rådgiver kan avgi uavhengig uttalelse på vegne av selskapet, jf. vphl. § 6-16 (4).

E-post fra målselskapets rådgiver 01.07.2024:

Viser til samtale nettopp. Som nevnt bistår vi en utsteder ifb med et potensielt frivillig tilbud på utsteder. Prosessen er meddelt markedsovervåkningen under hånden. Vi forventer at utsteder vil inngå en transaksjonsavtale med tilbyder, men det er uklart om avtalen vil inneholde alle klassiske momenter for slike avtaler. Break fee er ikke aktuelt, og det gjenstår å se om utstederen vil forplikte seg til eksklusivitet, samt om styret vil forplikte seg til å ikke endre en omforent uttalelse om tilbudet. Dersom vi forutsetter at styret ikke kan gi en formell uttalelse etter vphl §§ 6-19 jf 6-16 (4), er vårt spørsmål om utsteders finansielle rådgiver kan istedenfor avgi denne uttalelsen. Normalt godtar dere ikke dette fordi finansielle rådgivere vanligvis opererer med resultatbasert vederlag. Det er imidlertid ikke tilfelle i vår sak. I vår sak har Pareto kun rett til et fast bestemt beløp, som opptjenes ved signering av mandatavtalen mellom Pareto og utsteder. Vederlaget er således ikke betinget av om tilbudet fremsettes, gjennomføres eller på hvilke vilkår som tilbudet eventuelt gjennomføres på (herunder pris). Det betyr at Pareto finansielt ikke har noen interesse i om transaksjonen gjennomføres eller ikke. Innebærer dette at Pareto kan gi en uttalelse etter vphl §§ 6-19 jf 6-16 (4)?

Svar fra Oslo Børs i e-post 02.07.2024:

Generelt sett er det som et utgangspunkt greit at målselskapets finansielle rådgiver, som ikke har relasjon til tilbyder og ikke resultatbasert honorar, kan avgi uavhengig uttalelse på vegne av selskapet. Vi gjør imidlertid ikke den konkrete vurderingen i en slik sak før etter at vi har sett gjennom første utkast til tilbudsdokumentet og annen relevant dokumentasjon som vi måtte be om i den anledning.

5.2.6 Gram Car Carriers ASA – Aksjer omfattet av tilbudet, e-postkorrepondanse 15.07.2024

Spørsmål om skjæringstidspunkt for hvilke aksjer som er omfattet av aksepten i tilbudet og kan tas med i oppgjøret.

E-post fra tilbyders rådgiver 12.07.2024:

Vi har et kort spørsmål i forbindelse med tilbudet. I henhold til tilbudet omfattet aksepten også aksjer som registreres på VPS kontoen til en akseptant etter at aksepten ble innlevert og frem til T+2 etter utløpet av tilbudsperioden.

Det viser seg nå at det kommer inn noen ytterligere aksjer også etter dette skjæringstidspunktet. For tilbyders del er det helt greit å la disse aksjene være omfattet av tilbudet ettersom alternativet vil være å tvangsinnløse dem og det er gunstigere for aksjonærene om de anses omfattes av tilbudet. Har dere noe imot at disse aksjene også anses omfattet av tilbudet og gjøres opp når tilbudet gjøres opp?

Svar fra Oslo Børs i e-post 15.07.2024:

Dere må forholde dere til det skjæringstidspunktet som er beskrevet i tilbudsdokumentet.

5.2.7 Tilbudsplikt ved tilbakekjøp av egne aksjer og kapitalnedsettelser med etterfølgende sletting, e-postkorrespondanse 21.11.2024

E-post vedrørende spørsmål om etterfølgende tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (2) jf. § 6-5, der selskap A har blitt eier av mer enn 50 % av stemmeberettigede aksjer og dermed nærstående part til børsnotert selskap B, og der børsnotert selskap B nå vurderer tilbakekjøp av egne aksjer. Videre spørsmål om en alternativ struktur, der børsnotert selskap B vedtar kapitalnedsettelse med etterfølgende sletting av aksjer, kan innebære «erverv» som utløser tilbudsplikt etter vphl. § 6-1.

E-post fra tilbyders rådgiver 18.11.2024:

Her kommer som avtalt tre spørsmål flere av våre klienter ønsker avklart.

La oss forutsette at én aksjonær, selskap A, eier flertallet av de stemmeberettigede aksjene i det noterte selskapet, B. I så fall er selskap B å regne som nærstående av selskap A etter vphl. §§ 6-6, jf. 2-5 nr 4. Etter vphl. § 6-1(5) utløses eventuell tilbudsplikt etter § 6-1(1) tilsvarende ved erverv fra noen vedkommende (selskap A) er identifisert med (selskap B) etter § 6-5, når erververen (selskap B) alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet.

Selskap B ønsker å kjøpe tilbake egne aksjer. Det forutsettes at selskap Bs vesentligste virksomhet ikke er å eie aksjer i seg selv (dvs. beholdningen av egne aksjer utgjør under 50% av verdiene i det noterte selskapet, B).

Spørsmål:

1.) Utløses det tilbudsplikt dersom selskap B kjøper tilbake egne aksjer?

Her er vår klare vurdering at det ikke kan være slik. Etter ordlyden i vphl. § 6-1(1) og tilhørende kommentarutgave er det "den" som gjør ervervet som pålegges tilbudsplikten. I dette tilfellet er dette det noterte selskapet selv, selskap B. Et allmennaksjeselskap har som kjent ikke adgang til å eie mer enn 10% av egne aksjer, jf. asal. § 9-2(1). Den som erverver, dvs. selskap B, kan følgelig ikke pålegges tilbudsplikt selv om den konsoliderte beholdningen av egne aksjer og den kontrollerende aksjonærens aksjer i det noterte selskapet, B, overstiger tilbudspliktsgrensen og tilbakekjøpet utgjør et "erverv" etter vphl. § 6-1.

2.) Dersom vi forutsetter at det noterte selskapet, B, ikke kan pålegges tilbudsplikt av grunnene nevnt over, kan aksjonæren, selskap A, pålegges tilbudsplikt ved å stemme for tilbakekjøpet?

På samme måte som over er det "den" som foretar ervervet som pålegges tilbudsplikt, ikke dens nærstående selskaper. A kan derfor ikke pålegges tilbudsplikt etter vår oppfatning. Det at aksjonæren stemmer for et tilbakekjøp ved å gi fullmakt til selskapet, eventuelt har styrerepresentanter som faktisk stemmer for tilbakekjøpet, endrer ikke dette.

3.) Dersom selskap B ikke velger å kjøpe tilbake egne aksjer, men heller gjøre en kapitalnedsettelse ved innløsning av aksjer og påfølgende sletting etter asal. kap 12. Vil dette utgjøre et "erverv" etter vphl. § 6-1, enten av selskap B, eller den kontrollerende aksjonæren, A, som stemte for kapitalnedsettelsen?

Dette mener vi nokså opplagt ikke vil utgjøre noe "erverv" etter vphl. § 6-1. Dette er en beslutning om å nedsette aksjekapitalen ved å slette aksjer. Verken A eller B foretar noe "erverv" i en slik situasjon.

Svar fra Oslo Børs i e-post i e-post 21.11.2024:

Viser til e-post nedenfor med spørsmål knyttet til inntreden av tilbudsplikt basert på konsolidering mellom kontrollerende aksjeeier selskap A og børsnotert selskap B i forbindelse med børsnotert selskap Bs tilbakekjøp av egne aksjer. En forutsetning for vurderingen er at selskap A har passert 50 % eierskap og kontroll i børsnotert selskap B på en måte som ikke utløste tilbudsplikt, slik at ethvert etterfølgende erverv av aksjer i børsnotert selskap B vil utløse tilbudsplikt for selskap A.

I utgangspunktet skal tilbakekjøp av selskapets egne aksjer medregnes ved anvendelsen av reglene om tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven («**vphl**») kapittel 6, med den konsekvens at børsnotert selskap Bs tilbakekjøp av egne aksjer kan utløse tilbudsplikt både i relasjon til spørsmål 1 og 2, jf. vphl. § 6-6 (2), jf. § 6-5. I relasjon til spørsmål 1 om tilbudsplikt for børsnotert selskap B, så vil ikke børsnotert selskap B kunne fremsette tilbud på egne aksjer. Børsen legger imidlertid til grunn at vphl. § 6-6 (2) normalt, ut ifra en konkret vurdering, tolkes innskrenkende når ervervet som utløser tilbudsplikt gjelder målselskapets erverv av egne aksjer, se børsens Vedtak og Uttalelser («**VoU**») 2014 punkt 5.2.2 med videre henvisninger. Vurderingen beror på en avveining av hensynet til utsteders muligheter til å gjennomføre hensiktsmessige disposisjoner som er i utsteders og aksjonærfellesskapets interesser på den ene siden, og hensynet til minoritetsaksjonærenes exit-mulighet ved majoritetsaksjonærenes befestning av kontroll i utsteder på den andre siden. Det legges også vekt på at de regler og begrensninger som finnes i norsk selskapsrett og verdipapirlovgivningen hva gjelder utsteders adgang til å

erverve egne aksjer, myndighetsmisbruk og likebehandling, vil være med på å legge føringer for gjennomføring av tilbakekjøp.

Også i relasjon til spørsmål 2 om tilbudsplikt for selskap A, som eier av mer enn 50 % av aksjene og stemmene i børsnotert selskap B, vil standpunktet ovenfor kunne gjøres gjeldende. Den konkrete vurderingen av om vphl. § 6-6 (2) jf. § 6-5 kan fortolkes innskrenkende, kan imidlertid slå ulikt ut, dersom tilbakekjøp av egne aksjer i børsnotert selskap B gjennomføres hovedsakelig for å indirekte øke kontrollen til majoritetsaksjeeier selskap A, se børsens uttalelse i VoU 2014 pkt. 5.2.2. Hensynet til minoritetsaksjeeierne vil kunne stå særlig sterkt der selskap A har oppnådd eierskap i over 50 % av aksjene og stemmene i børsnotert selskap B, og dermed oppnådd kontroll, på en måte som ikke fra før har utløst tilbudsplikt, der minoritetsaksjeeierne heller ikke har fått tatt del i noen eventuell kontrollpremie. Terskelen for at omgåelsesbetrakntninger vil kunne lede til en annen vurdering av vphl. § 6-6 (2) er likevel meget høy, se Børsklagenemdas uttalelser i sak 2/2022 (AINMT ASA) inntatt i VoU 2022 pkt. 5.2.7.

Hva gjelder spørsmål 3, så anses ikke kapitalnedsettelse med etterfølgende sletting av aksjer som et «erverv», verken direkte av notert selskap B eller indirekte av morselskap A, selv om slike selskapshandlinger kan medføre økt kontroll for gjenværende aksjeeiere, se bl.a. VoU 2009 pkt. 6.2.2 (REM Offshore ASA) og VoU 2019 pkt. 5.2.2 (RAK Petruleum plc). Generelt vil likevel kapitalnedsettelser som medfører at et selskap krysser relevante terskler for tilbudsplikt, innebære at senere erverv av aksjer vil kunne utløse etterfølgende tilbudsplikt.

5.2.8 TRS-avtale i forbindelse med frivillig tilbud, e-postkorrespondanse 12.12.2024

Spørsmål vedrørende tilbyders avvikling av TRS-posisjon og erverv fra motpart av underliggende aksjer i målselskapet, med vurdering av likebehandling, kjøp av aksjer utenfor tilbudet og pris.

E-post fra tilbyders rådgiver 09.12.2024:

Vederlag i tilbudet

Tilbudet vil rettes fra et europeisk børsnotert selskapet ("**Budgiver**") til alle aksjeeiere i målselskapet ("**Målselskapet**"). Vederlaget i tilbudet vil bestå av et kontantvederlag (40 %) og et aksjevederlag (60 %) bestående av nyutsteder aksjer i Budgiver. Budgiver vil også tilby aksjeeierne en "mix & match"-fasilitet, hvor hver aksjeeier i selskapet gis muligheten til å velge å motta:

(i) så mye kontantvederlag som mulig, og dermed så få nyutstedte vederlagsaksjer som mulig; eller

(ii) så mange nyutstedte vederlagsaksjer som mulig, og dermed så lite kontantvederlag som mulig.

Den samlede relative andelen av vederlaget i form av vederlagsaksjer (60 %) og kontantvederlag (40 %) vil ikke variere som et resultat av valg gjort under mix & match-fasiliteten. For at enkelte aksjeeiere i selskapet skal motta en høyere andel under et av vederlagsalternativene i mix & match-fasiliteten, må andre aksjeeiere ha gjort de motsatte

valgene i tilsvarende grad. Hvis tilbud gjort av aksjeeiere under mix & match-fasiliteten ikke fullt ut kan matche hverandre, vil de bli redusert proporsjonalt i forhold til antall aksjer som er tilbudt av den respektive aksjeeieren. En slik modell ble også anvendt ifm.

I henhold til praksis vil transaksjonsavtalen inkludere en "Higher Consideration"-bestemmelse hvoretter Budgiver kan erverve aksjer utenfor tilbudet, inkludert for å avvikle sin TRS-posisjon, forutsatt at Budgiver ikke direkte eller indirekte skal erverv eller inngå noen avtale om å erverve aksjer (i det åpne markedet eller i privat forhandlede transaksjoner eller på annen måte) til et vederlag per aksje som overstiger det tilbydde vederlaget i tilbudet. Konsekvensen av å foreta erverv til en høyere pris vil være at Budgiver må øke prisen i vederlaget tilsvarende.

TRS-avtale

TRS-avtalen omfatter cirka 5 % av Målselskapets aksjer. TRS-avtalen er inngått med en større europeisk bank som motpart i henhold til en 2002 ISDA Master Agreement.

Det er forutsatt at motparten eier samtlige aksjer under TRSen, selv om de ikke er forpliktet til dette i henhold til TRS-avtalen.

Spørsmål om håndtering av TRS-avtalen, likebehandling

Budgiver ønsker å avvikle TRS-avtalen og erverve de underliggende aksjene fra motparten mot et kontantvederlag tilsvarende kontantvederlaget i tilbudet. Dette reiser spørsmål i relasjon til likebehandling, herunder om avtale om et slikt erverv kan inngås (i) før annonsering av inngått transaksjonsavtale, (ii) før start av tilbudsperioden, (iii) under tilbudsperioden, (iv) etter tilbudsperioden men før oppgjør i tilbudet, eller (v) etter oppgjør er gjennomført i tilbudet.

I henhold til børspraksis fremstår det klart at Budgiver kan avtale å erverve aksjene under TRSen mot et rent kontantvederlag før annonsering av inngått transaksjonsavtale. Det viser her til ordlyden i vphl. § 6-10 (9) som sier at "*Tilbyder skal ikke forskjellsbehandle aksjeeiere ved fremsettelse av tilbud*" samt til uttalelser fra Børsklagenemndas avgjørelse i 2010 i relasjon til Telecomputing ASA. Det er også klart at en slik avtale kan inngås etter at tilbudet er gjennomført.

Hva gjelder inngåelse av en slik avtale i perioden mellom signering av transaksjonsavtalen og start av tilbudsperioden, er det også et spørsmål ved om likebehandlingsregelen i vphl. § 6-10 (9) anses å komme til anvendelse i denne tidsperioden. Det er her avgjørende hvordan tidsavgrensningen "*ved fremsettelse av tilbud*" skal forstås, herunder om "fremsettelse" knytter seg til avtaleinngåelsen eller publisering av tilbudsdokument. En naturlig tolkning av ordlyden tilsier etter vår oppfatning at tilbudet først "fremsettes" når tilbudsdokumentet godkjennes og tilbudsperioden begynner å løpe. Vi nevner i den forbindelse at transaksjonsavtalen som vanlig vil inneholde visse betingelser som må oppfylles etter annonsering for at tilbyder skal få plikt til å fremsette tilbudet (godkjent tilbudsdokument/prospekt, opprettholdelse av forhåndsaksepter/styreanbefaling etc). I et tilfelle som dette som krever prospekt godkjent av finanstilsynet, vil det gå betydelig tid mellom signering av transaksjonsavtalen og start av tilbudsperioden.

Et tilsvarende spørsmål om tidsavgrensning reises i relasjon til alternativ (iv) hvor avtalen inngås etter tilbudsperiodens utløp, men før oppgjør i det frivillige tilbudet har skjedd.

Hva gjelder spørsmålet om en avtale om erverv av TRS-aksjene for et rent kontantvederlag kan inngås **i** tilbudsperioden, viser vi til at det er fast praksis at Budgiver tillates å foreta

kjøp utenfor tilbudet, forutsatt at begrensingene i en "Higher Consideration"-bestemmelse overholdes. Vi er kjent med at det er inntatt slike forbehold i blant annet følgende tilbudsdokumenter med helt eller delvis aksjeoppgjør:

- Castellum/Entra
- SBB/Entra
- Salmar/NTS
- Avance Gas/Aurora

Basert på dette og øvrig praksis er vi av den oppfatning at det har vært akseptert at Budgiver kan kjøpe aksjer i markedet eller annen måte utenfor tilbudet, så lenge vederlaget ikke overstiger vederlaget i tilbudet. Dette synes også å gjelde i tilbud med delvis oppgjør i vederlagsaksjer i tilbudet.

Svar fra Euronext Oslo Børs i e-post 12.12.2024:

Viser til e-post nedenfor og avklaringer på telefon i går. Vurderingene vedrørende det fremlagte faktum virker å være i tråd med våre syn. Prinsippet i Børsklagenemndas avgjørelse i 2010 vedrørende Telecomputing ASA legges til grunn, som innebærer at kravet om likebehandling etter vphl § 6-10 (9) først gjelder fra tidspunktet for fremsettelse av tilbudet. Det vil i praksis si fra ved godkjennelse av tilbudet. Vi deler deres oppfatning om at det har vært akseptert praksis at tilbyder kan kjøpe aksjer i markedet eller på annen måte utenfor tilbudet, så lenge vederlaget ikke overstiger vederlaget i tilbudet. Dette vil som utgangspunkt også gjelde inngåelse av avtale for tilbyder om å erverve aksjer holdt under TRS-avtalen, i tilbudsperioden og før endelig gjennomføring av tilbudet, så lenge den økonomiske verdien av vederlaget ikke overstiger vederlaget i tilbudet. Konsekvensen av å foreta erverv til en høyere pris enn vederlaget i tilbudet vil være at tilbyder må øke prisen i vederlaget tilsvarende. Vi anser det i tråd med praksis som utgangspunkt ikke å bryte med likebehandlingsprinsippet i vphl § 6-10 (9) at det gjøres opp med kontantvederlag i sin helhet i en slik transaksjon selv om det i det frivillige tilbudet tilbys delvis kontanter og aksjer i tilbyder.

5.3 Dispensasjon fra tilbudsplikt

5.3.1 BW Energy Limited – Dispensasjon fra tilbudsplikt for BW Energy Holdings Limited, 03.05.2024

1. Søknaden

Det vises til brev av 13. mars 2024, og til etterfølgende e-postkorrespondanse av 19. mars, 22. mars, 2. april og 16. april 2024 fra Advokatfirmaet Thommessen AS, hvor det på vegne av BW Energy Holdings Limited («**BW Holdings**») søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt på aksjene i BW Energy Limited («**BW Energy**») etter lov 29. juni 2007 nr. 27 om verdipapirhandel («**vphl**.») § 6-2 (3) i forbindelse med en mulig omorganisering av eierstrukturen i BW Energy, der BW Holdings vurderer å erverve aksjer i BW Energy («**Aksjeoverføringen**») fra BW Group Limited («**BW Group**»).

BW Holdings eier i dag ingen aksjer i BW Energy. BW Holdings ble inkorporert som et aksjeselskap i Bermuda i 2009, og eies direkte 100 % av Andreas Sohmen-Pao («**Sohmen-**

Pao»). BW Holdings er i dag et tomt selskap uten virksomhet eller investeringer, og har som formål å eie aksjer i BW Energy.

BW Group eier i dag 191.903.110 aksjer i BW Energy, tilsvarende 74,38 % av selskapets aksjer og stemmer. Det er opplyst at samtlige aksjer i BW Energy har lik stemmerett. BW Group er et aksjeselskap inkorporert i Bermuda, og eies indirekte 100 % av en forretningsstiftelse (Eng.: «*corporate trust*») med tilknytning til Sohmenfamilien («**Stiftelsen**»). Stiftelsen er eierløs og styres av et styringsdokument (Eng.: «*trust deed*», «**Styringsdokumentet**»). Søknaden inneholder informasjon om Stiftelsens mandat, rettslige rammer, formål og tilgodesette.

BW Energy driver oppstrøms letevirksomhet av olje og gass. Det opplyste formålet med Aksjeoverføringen er å skille virksomheten til BW Energy til en separat struktur. Om BW Holdings erverver aksjer som tilsvarer 74,38 % av totalt utstedte aksjer i BW Energy, vil ervervet utløse tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven («**vphl.**») § 6-1 jf. § 6-6 (1) og (2). BW Holdings søker dispensasjon fra tilbudsplikten på bakgrunn av konsolidering med fysisk person, Andreas Sohmen-Pao, jf. vphl. § 6-2 (3), jf. § 6-5 (1), jf. § 6-1 (6).

I tillegg ber BW Holdings om en uttalelse fra Oslo Børs vedrørende tilbudsplikt ved etterfølgende erverv, jf. vphl. 6-6 (2).

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.»*

I vphl. § 6-1 (6) er det presisert at tilbudsplikt også utløses 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.»*

Oslo Børs' myndighet til å fatte vedtak om dispensasjon fra tilbudsplikten følger 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.»*

Hjemmelsgrunnlaget for å foreta identifikasjon etter tilbudsreglene fremgår av vphl. § 6-5:

> *«(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 inntrer uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående som nevnt i § 2-5. Ved vurderingen av om det inntrer 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.»

Relevante grunnlag for konsolidering følger av vphl. § 2-5 nr. 4 og nr. 5, jf. § 6-5:

«Som noens nærstående menes:

[…]

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.»

Konsolidering basert på «*slik innflytelse*» etter vphl. § 2-5 nr. 4 vurderes etter aksjeloven («**asl.**») § 1-3 (2):

«(2) Et aksjeselskap er et morselskap hvis det på grunn av avtale eller som eier av aksjer eller selskapsandeler har bestemmende innflytelse over et annet selskap. Et aksjeselskap 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»

Regler for gjentatt tilbudsplikt ved etterfølgende erverv følger av vphl. § 6-6 (1) og (2):

«(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.

(2) 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.»

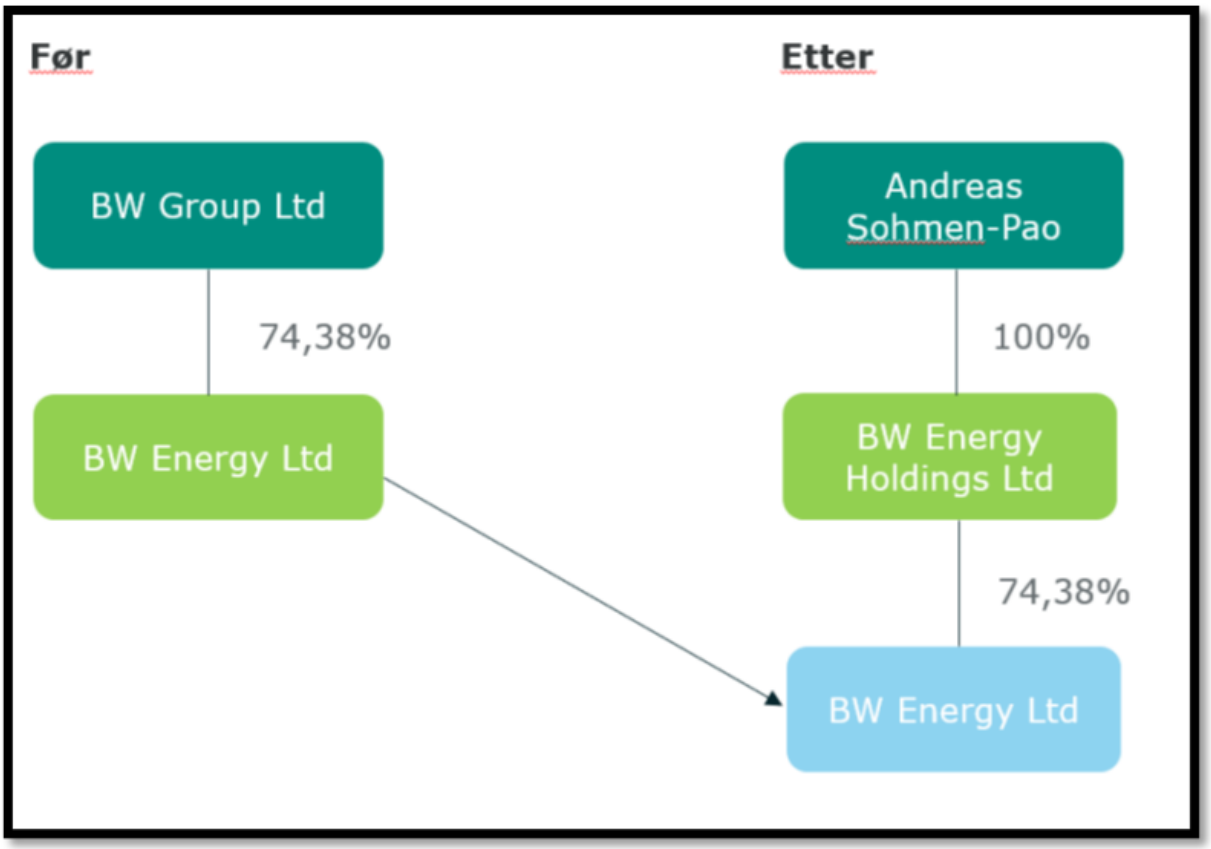
3. Faktiske forhold

BW Group er morselskap i BW-konsernet, et konsern med virksomhet innenfor maritim sektor. BW Energy, som driver med oppstrøms letevirksomhet, er også en del av BW-konsernet. Konsernet har sitt opphav i 2003, da World-Wide Shipping Steamship Company Limited kjøpte alle aksjene i Bergesen d.y. ASA. Etter oppkjøpet ble selskapene omorganisert, BW Group ble gjort til morselskap, og BW som konsernnavn ble introdusert. BW Energy ble skilt ut fra BW Offshore Limited («**BW Offshore**»), et annet børsnotert

selskap i BW-konsernet som i sin tid ble skilt ut fra BW Group. Sohmen-Pao er styreleder i flere BW-selskap, herunder BW Group, BW Energy og BW Offshore.

Ved børsnoteringen av BW Energy i februar 2020, beholdt BW Group og BW Offshore eierposisjoner i BW Energy på henholdsvis 30,5 % og 68,6 %. Som følge av at BW Offshore har utdelt aksjer i BW Energy som utbytte til sine aksjeeiere, har BW Group som større aksjeeier i BW Offshore gradvis økt sin eierandel i BW Energy. Den 29. november 2023 ervervet BW Group et antall aksjer i BW Energy som brakte eierandelen på 40 %, hvilket utløste tilbudsplikt etter vphl. § 6-6. BW Group fremsatte et pliktig tilbud og hadde, etter utløpet av tilbudsperioden i januar 2024, mottatt aksepter som innebar at BW Group ble eier av 51,9 % av aksjene i BW Energy. BW Offshore, som ikke aksepterte det pliktige tilbudet, solgte samtlige av sine aksjer i BW Energy til BW Group etter utløpet av tilbudsperioden i januar 2024. Dermed økte BW Group sitt eierskap i BW Energy til 74,38 % av aksjene.

Bakgrunnen for søknaden om dispensasjon fra tilbudsplikt er den mulige Aksjeoverføringen, som innebærer å overføre BW Energy til en separat struktur som i sin helhet eies direkte av Sohmen-Pao. Stiftelsen eier alle aksjene i BW Group, som igjen eier 74,38 % i BW Energy. Overføringen kan illustreres som følger:



Som begrunnelse for Aksjeoverføringen er det opplyst at BW Energy ikke passer inn i den maritime virksomhetsprofilen til de øvrige selskapene i BW-konsernet. Det vises til at BW Energys virksomhet har negativ påvirkning på BW Groups ESG-narrativ, og at dette påvirker BW Groups evne til å innhente kapital, da mange finansinstitusjoner trekker seg ut fra finansiering av selskap som driver med oppstrøms letevirksomhet av fossile energikilder. Det er opplyst at Aksjeoverføringen ble gjort mulig av den forenklede

eierskapsstruktur som oppsto i BW Energy etter at BW Group gjennomførte det pliktige tilbudet og det etterfølgende aksjeervervet, som samlet aksjeposten i BW Energy. Hensikten er å gjennomføre Aksjeoverføringen som et aksjesalg fra BW Group til BW Holdings, til en pris tilsvarende aksjenes bokførte verdi i regnskapet til BW Group på salgstidspunktet. Det er opplyst at vederlaget ikke vil inkludere noen kontrollpremie.

Aksjeoverføringen vil medføre at BW Holdings gjennom «*erverv*» av aksjer i BW Energy passerer grensene for tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 (1) og vphl. § 6-6 (1).

4. Vurdering av dispensasjon

De norske reglene om tilbudsplikt gjennomfører direktiv 2004/25/EF («**overtakelsesdirektivet**»), som er et minimumsdirektiv, i norsk rett. Etter vphl. § 6-1 (1) utløses tilbudsplikt når noen gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et selskap. Tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 (1) utløses også ved erverv fra noen erververen er identifisert med, jf. vphl. § 6-1 (6). Etter overtakelsesdirektivet ansees imidlertid ikke erverv mellom konsoliderte parter som en endring av kontrollen over selskapet som utløser tilbudsplikt, og de norske reglene går her lengre enn direktivets artikkel 5.1. Ettersom BW Holdings i dag ikke eier noen aksjer i BW Energy, vil BW Holdings utløse tilbudsplikt ved erverv av aksjer i BW Energy fra BW Group som tilsvarer 74,38 % av stemmene. Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5 jf. § 6-1 (6), jf. vphl. § 6-2 (3).

En forutsetning for dispensasjonsadgangen etter § 6-2 (3) er at erververen kan identifiseres med avhenderen av aksjene. Som tilbudsmyndighet avgjør Oslo Børs hvorvidt identifisering skal foretas, jf. vphl. § 6-5 (2). I dispensasjonssøknaden er det som grunnlag for konsolidering vist til § 2-5 nr. 4 og nr. 5.

<u>Verdipapirhandelloven § 2-5 jf. § 6-5 – konsolidering</u>

Etter reglene om tilbudsplikt konsolideres en aksjeeier med sine nærstående etter vphl. § 2-5 og disses respektive eierskap i aksjer, jf. vphl. § 6-5. Det følger av vphl. § 2-5 nr. 4 at et «*selskap*», som «*vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2 eller 5*» har «*slik innflytelse*» som nevnt i blant annet asl. § 1-3 (2), anses som erververens nærstående. Med «*slik innflytelse*» menes der vedkommende «*på grunn av avtale eller som eier av aksjer eller selskapsandeler har bestemmende innflytelse over et annet selskap*».

Bestemmelsen hjemler konsolidering av en fysisk person, eller annen juridisk person enn et selskap, som har innflytelse over et selskap organisert etter aksjeloven, allmennaksjeloven eller selskapsloven, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 368. Ordlyden åpner for konsolidering enten der «*slik innflytelse*» utøves av erververen av aksjer, «*eller*» noen av erververens nærstående. Følgelig gis nærståendereglene anvendelse på organisatoriske relasjoner mellom parter som ikke omfattes av legaldefinisjonen av konsern etter asl. § 1-3 (1), jf. vphl. § 2-5 nr. 3. Vilkåret «*bestemmende innflytelse*» etter asl. § 1-3 (2) tilsier at den organisatoriske relasjonen må bestå i å utøve avgjørende påvirkning over selskapet, ofte ved å eie et flertall av stemmene (asl. § 1-3 (2) nr. 1), eller gjennom rett til å kunne velge et flertall av medlemmene i selskapets styre (asl. § 1-3 (2) nr. 2). Ordlyden krever at den bestemmende innflytelsen har rettslig grunnlag i avtale eller eierandeler, og at faktisk innflytelse alene er ikke nok, se NOU 1996: 2 og Børsklagenemdens sak 1/2023 (BW Energy Limited) inntatt i VOU 2023 pkt. 5.3.2.

BW Holdings er heleid og nærstående til Sohmen-Pao etter vphl. § 6-5, jf. § 2-5 nr. 4. BW Group er indirekte heleid og anses som nærstående av Stiftelsen etter vphl. § 6-5, jf. § 2-5 nr. 4.

Verken Sohmen-Pao eller Stiftelsen er organisert som selskap etter aksjeloven, allmennaksjeloven eller selskapsloven. Ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 4 åpner isolert sett for konsolidering med selskap som erververens nærstående etter nr. 5 har bestemmende innflytelse over. Hvorvidt lovgiver med dette hadde til hensikt å åpne for en kombinasjon av konsolideringsgrunnlag etter § 2-5 nr. 4 og nr. 5 i relasjon til tilbudspliktreglene fremgår ikke av forarbeidene. Hensynet til å unngå omgåelse av tilbudspliktreglene ved at kontroll utøves av grupper knyttet sammen ved atypiske relasjoner tilsier at kretsen av nærstående ikke bør være for snever. Når kompetansen til å avgjøre konsolidering er lagt til tilbudsmyndigheten, tilsier dette samlet sett at ordlyden bør kunne tas på ordet. Hvorvidt spørsmålet tar utgangspunkt i § 2-5 nr. 5 jf. nr. 4, eller direkte i nr. 5, anses å ha underordnet betydning, da det avgjørende under enhver omstendighet er om Stiftelsen og Sohmen-Pao anses som nærstående etter vphl. § 2-5 nr. 5.

Det følger av vphl. § 2-5 nr. 5 at noen som vedkommende har «*forpliktende samarbeid med*» når det gjelder «*bruk av rettighetene* [som aksjeeier]», anses som dennes nærstående. Etter forarbeidene tar bestemmelsen sikte på å omfatte de mer langvarige formene for samarbeid som innebærer kontroll over selskapet, og vurderingen må gjøres konkret, se NOU 1996: 2 s. 115. Vurderingen beror blant annet på i hvilken grad det konkrete samarbeidet for de øvrige aksjeeierne vil kunne oppleves som at det er etablert en felles kontroll, jf. bl.a. VoU 2021 pkt. 5.2.7 (BEWI ASA).

Som nevnt over er det opplyst at de rettslige rammene for forvaltningen av Stiftelsens eiendeler fremgår av Styringsdokumentet. Stiftelsens mandat er å ivareta de langsiktige interessene til Sohmenfamilien, som etter børsens forståelse i dag er ensbetydende med å ivareta Sohmen-Paos personlige interesser. Sohmen-Pao er én av tre direktører (Eng.: «*director*») i selskapet som er utpekt under Styringsdokumentet til å forvalte Stiftelsens eiendeler («**Forvalterselskapet**»). Sohmen-Pao kan gi direksjoner for fordelingen av Stiftelsens inntekt som etterkommes Forvalterselskapet, med mindre direksjonene mot formodning strider mot Sohmen-Paos eller konsernets interesser, som tilsier at Sohmen-Pao styrer Stiftelsens beslutninger. At Sohmen-Pao er styreleder i både BW Group og BW Energy, og at Aksjeoverføringen innebærer avhendelse av en majoritetsaksjepost i et børsnotert selskap til Sohmen-Pao, uten at det ytes kontrollpremie, virker å bekrefte innflytelsen.

Opplysningene ovenfor vitner om en langsiktig koordinert kontroll, som etter børsens syn kan signalisere til minoritetsaksjeeierne og markedet for øvrig at Sohmen-Pao styrer Stiftelsens bruk av aksjeeierrettigheter, blant annet i BW Group. Følgelig anses Stiftelsen og Sohmen-Pao som nærstående etter vphl. § 2-5 nr. 5, med den følge at det foreligger identifikasjonsgrunnlag mellom Sohmen-Pao og BW Holdings som erverver, og Stiftelsen og BW Group som avhender, jf. vphl. § 2-5 nr. 4 og 5, jf. § 6-2 (3).

<u>Verdipapirhandelloven § 6-2 (3) – dispensasjon fra tilbudsplikt i «*særlige tilfeller*»</u>

Den norske regelen om at tilbudsplikt også utløses ved erverv fra noen erververen identifiseres med, går som nevnt lengre enn artikkel 5.1 i overtakelsesdirektivet. Når Oslo Børs «*i særlige tilfeller*» kan gi dispensasjon fra tilbudsplikt for erverv mellom identifiserte parter etter vphl. § 6-2 (3), legger direktivets artikkel 4.5 derfor ikke direkte føringer for børsens dispensasjonspraksis.

De strengere norske tilbudspliktreglene anses som saklig begrunnede og forholdsmessige inngrep som fremmer overtakelsesdirektivets formål, i tråd med EØS-rettens krav til

grenseoverskridende regelverk, se sak 1/2023 (BW Energy Limited). EØS-retten legger likevel føringer for børsens skjønnsmessige adgang til å fravike nasjonale regler om tilbudsplikt, herunder krav til saklighet, forholdsmessighet og likebehandling av erververe i samme situasjon. Ved vurderingen av forholdsmessighet må det ses hen til overtakelsesdirektivets formål, og til de formål og skjønnstemaer som fremgår av forarbeidene til tilbudspliktreglene, samt relevant dispensasjonspraksis. Bestemmelsene i vphl. §§ 6-1 (6) (tilbudsplikt ved erverv mellom identifiserte parter) og 6-2 (3) (dispensasjon fra tilbudsplikt) viderefører i det vesentlige § 4-2 (2) i verdipapirhandelloven (opphevet) fra 1997. Tidligere praksis kan derfor fortsatt være relevant.

Hensikten bak dispensasjonsadgangen er å unngå at tilbudspliktreglene forhindrer hensiktsmessig strukturering av selskapskonsern, samtidig som dispensasjonsreglene må praktiseres på en måte som ikke uthuler regelverket, jf. NOU 2005: 17 s. 26-27. Disse hensyn må avveies mot hverandre. Om vurderingen av dispensasjon heter det i forarbeidene, NOU 2005: 17 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), at skjønnstemaet er hvorvidt overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte, jf. også formålet med overtakelsesdirektivets tilbudsregler.

Den konkrete vurderingen tar utgangspunkt i hensynene bak reglene om tilbudsplikt, herunder behovet for å beskytte minoritetsaksjeeierne i målselskapet ved at disse skal gis muligheten til å selge sine aksjer når kontrollen i målselskapet endres, og da til en pris som sikrer dem en del av den premien som er betalt for kontrollposisjonen, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 373 og VoU 2022 pkt. 5.3.1 (Solon Eiendom).

Det følger av konsolideringsdrøftelsen over at identifikasjonsgrunnlaget er sammensatt av vphl. § 2-5 nr. 4 og nr. 5. I forarbeidene, NOU 2005: 17 på s. 26-27 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) på s. 366-367, heter det at dispensasjon fra tilbudsplikt for overdragelser innenfor grupper konsolidert på bakgrunn av forpliktende samarbeid (nr. 5) kun sjelden vil være aktuelt, ettersom de hensyn som tilsier dispensasjon normalt er mindre tilstede, muligheten for at slike overdragelser utgjør omgåelser av tilbudsplikten er normalt sterkere, og forpliktende samarbeid kan opphøre med den følge at det da kan oppstå et kontrollskifte, se også VoU 2022 pkt. 5.3.1 (Solon Eiendom). Det kan likevel tenkes enkelte tilfeller der overdragelser mellom nærstående på bakgrunn av forpliktende samarbeid bør gis dispensasjon fra tilbudsplikt, noe lovteksten også åpner for, jf. konklusjonen i NOU 2005: 17 s. 27-28. Avveiningen av hensynene bak tilbudspliktreglenes effektivitet mot fornuftige selskapsstruktureringer, må bli avgjørende.

Aksjeoverføringen og omorganiseringen er kommersielt begrunnet ut ifra BW-konsernets interesser. Som vederlag for ervervet skal BW Holdings betale aksjenes bokførte verdi i BW Groups regnskap, og det ytes ingen kontrollpremie. Det er videre kort tid siden BW Group fremsatte et pliktig tilbud som ga samtlige av de øvrige aksjeeiere i BW Energy en mulighet til å selge seg ut av selskapet. Forholdene vil tillegges vekt, men er ikke alene tilstrekkelig for dispensasjon.

Selv om dispensasjonsadgangen er snever, finnes det eksempler på at det er gitt dispensasjon fra tilbudsplikt for grupper som er konsolidert basert på forpliktende samarbeid. Et slikt eksempel er Luxor-sakene, i VoU 2008 pkt. 6.4.2 og 6.4.9, som gjaldt dispensasjon fra tilbudsplikt for overdragelser mellom fond uten organisatoriske bånd seg imellom, men som ble forvaltet av samme fondsforvalter. Dispensasjonen ble gitt på betingelser som skulle sikre at kontrollen forble hos fondsforvalteren. Av betydning var at kontrollen var samlet hos én forvalter, og at fondsforvalteren dermed fungerte som en «konsernspiss» som styrte samarbeidet. Omstendighetene har paralleller til den samlede kontroll og styring som utøves av Sohmen-Pao over Stiftelsen, BW-konsernet og BW Holdings.

Det omfattende samarbeidet mellom Sohmen-Pao, Stiftelsen og BW-konsernet er historisk tilknyttet Sohmenfamilien og har utspring i BW-konsernets opphav. Oslo Børs og Børsklagenemda har tidligere vurdert dispensasjon fra tilbudsplikt for samarbeid med historiske røtter og utspring i familierelasjoner, og Børsstyrets vedtak 4. november 1998 (Leif O. Høegh & Co), inntatt i VoU 1998 fra side 78, er blant annet trukket frem i forarbeidene til verdipapirhandelloven, NOU 2005: 17 på side 27, som eksempelet på tilfeller av dispensasjon fra tilbudsplikt for konsolidering basert på forpliktende samarbeid. Motsetningsvis viser sak 2/2010 (Rieber & Søn), inntatt i VoU 2010 pkt. 3.2, at nære relasjoner og lang historie ikke nødvendigvis er nok. Avgjørende for den negative konklusjonen i Rieber-saken sak var at (i) dispensasjon fra tilbudsplikt for den aktuelle overdragelsen innebar at den konsoliderte gruppen videre ville kunne erverve inntil 83,33 % av aksjene, og dermed passere 2/3 eierskap, uten å utløse tilbudsplikt; (ii) det familiebaserte konsernet hadde ikke en samlet styring, i motsetning til i Luxor-saken; og (iii) selv langvarige familietradisjoner og avtaler om samarbeid kan opphøre.

Rieber-saken skiller seg fra det foreliggende saksforholdet på vesentlige punkter. For det første er eierskapet i BW Energy ikke fordelt utover en konsolidert gruppe – aksjeposten på 74,38 % eies i sin helhet av BW Group, og vurderes overført i sin helhet til BW Holdings. Dispensasjon fra tilbudsplikt søkes for BW Holdings alene. Videre har den konsoliderte gruppen en samlet styring under Sohmen-Pao. Det forpliktende samarbeidet består følgelig av én persons interesser fordelt over flere eierskap, fremfor en samordning av individuelle interesser, og slik sett ligner saksforholdet mer på Luxor-saken enn Rieber-saken. Dessuten følger rammene for Stiftelsens mandat og forvaltning av et dokument, som børsen etter det opplyste legger til grunn at er ugjenkallelig (Eng.: «*irrevocable trust*») og ikke er gjenstand for endringer. Følgelig står verken Stiftelsen eller forvalterselskapet fritt til å avslutte samarbeidet.

Kjerneområdet for dispensasjonsadgangen er konserninterne overføringer. Børsen har imidlertid vurdert at også overføringer mellom selskap som ikke har organisatoriske bånd, men som eies av samme parter, etter omstendighetene kan innebære at det ikke skjer et kontrollskifte. I VoU 2022 pkt. 5.3.3 (Odfjell), jf. også blant annet VoU 2014 pkt. 5.4.2 (Hexagon Composites), ble det uttalt at

> «*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*.»

Aksjeoverføringen vil innebære at eierskapet formelt sett flyttes fra den eierløse Stiftelsen, til å eies av Sohmen-Pao, likevel så den reelle innflytelsen ikke anses å skifte hånd. Slik børsen oppfatter relasjonen mellom Sohmen-Pao, Stiftelsen og BW-konsernet i dag, vil ikke den mer direkte kontroll Sohmen-Pao oppnår gjennom Aksjeoverføringen innebære noen realitetsforskjell fra den kontroll Sohmen-Pao allerede i dag utøver over BW Energy. Børsen legger videre til grunn at dette også er rådende oppfatning i markedet.

På denne bakgrunn, og etter en avveining av relevante hensyn, konkluderer Oslo Børs med at Aksjeoverføringen ikke utgjør et kontrollskifte eller 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 BW Energy fra BW Group til BW Holdings. Dispensasjoner fra tilbudsplikt bør inneholde en tidsramme for gjennomføring, og overdragelse innen 31. juli 2024 ansees passende her.

Verdipapirhandelloven § 6-6 – Etterfølgende erverv

Videre, og i overensstemmelse med tidligere praksis og uttalelser om kontinuitet ved overdragelse i medhold av dispensasjon fra tilbudsplikt, er Oslo Børs av den oppfatning at BW Holdings etter ervervet av aksjene i BW Energy, med hensyn til reglene om tilbudsplikt vil stå i samme stilling som BW Group før overdragelsen. Det innebærer at BW Holdings overtar den posisjonen som BW Group har i dag, slik at BW Holdings på samme grunnlag som for BW Group i dag, kan erverve ytterligere aksjer i BW Energy uten at tilbudsplikt utløses, basert på at BW Group har ervervet over 50 % av aksjene og stemmene i BW Energy gjennom et pliktig tilbud.

Børsens vurdering av forholdet til etterfølgende tilbudsplikt er ikke omfattet av dispensasjonsmyndigheten, men utgjør kun en uttalelse om et lovtolkningsspørsmål.

5. Vedtak

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

> *Det gis, etter vphl. § 6-2 (3), dispensasjon fra tilbudsplikt til erverv av aksjer i BW Energy Limited for BW Energy Holdings Limited for erverv av 191.903.110 i BW Energy Limited fra BW Group Limited. Overdragelsen må gjennomføres innen 31. juli 2024.*
>
> *Senest samtidig med at gjennomføring av overdragelsen foreligger skal BW Energy Holdings Limited sørge for at det ved alminnelig børsmelding offentliggjøres at Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har vedtatt å gi dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) for overdragelsen. Oslo Børs skal samtidig gis beskjed om offentliggjøringen.*

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse. Det bes om tilbakemelding til Oslo Børs dersom overdragelsen til BW Holdings ikke gjennomføres. Det bemerkes at dispensasjonen fra tilbudsplikt er gitt på bakgrunn av de opplysninger som er gitt i søknaden. Ved endringer i disse forhold må Oslo Børs kontaktes for eventuelt ny vurdering.

5.3.2 Samhällsbyggnadsbolaget i Norden AB – Dispensasjon fra tilbudsplikt i Public Property Invest ASA ved konsernintern overdragelse, 12.07.2024

1. Søknaden

Det vises til søknad av 1. juli 2024 fra Advokatfirmaet Thommessen AS, hvor det på vegne av Samhällsbyggnadsbolaget i Norden AB («**SBB Norden**») søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt i Public Property Invest ASA («**PPI**») i forbindelse med konsernintern overdragelse av aksjer i PPI fra SBB Samfunnsbygg AS («**SBB Samfunnsbygg**») til SBB Norden, jf. lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel («**vphl.**») § 6-2 (3) for erverv av aksjer fra heleid datterselskap.

SBB Samfunnsbygg eier aksjer i PPI tilsvarende 36,26 % av aksjene og stemmene i selskapet. SBB Norden eier, indirekte gjennom fire heleide datterselskap, 100 % av aksjene i SBB Samfunnsbygg.

Det er opplyst at SBB Norden av konserninterne årsaker ønsker å overføre aksjene eid av SBB Samfunnsbygg til seg, slik at SBB Norden eier aksjene i PPI direkte. SBB Norden har søkt om dispensasjon fra tilbudsplikt i forbindelse med den planlagte konserninterne overføringen av aksjer. Søknaden er begrunnet med at overdragelsen av aksjeposten ikke medfører et kontrollskifte eller noen endringer i det reelle eierskapet til PPI.

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.*»

I vphl. § 6-1 (6) er det presisert at tilbudsplikt også utløses 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.*»

Det følger av vphl. § 6-6 (1) og (2) om gjentatt tilbudsplikt ved etterfølgende erverv av aksjer at:

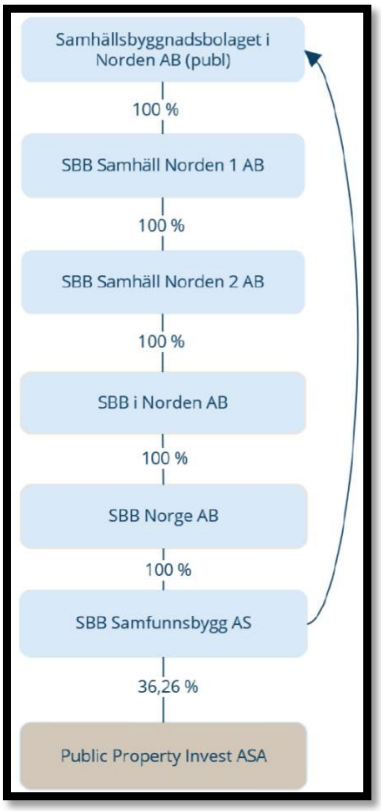
> «*(*1) *Aksjeeier som eier aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et notert selskap, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet (gjentatt tilbudsplikt) dersom aksjeeieren gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer 40 prosent eller mer av stemmene i selskapet. 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.*
>
> *(2) 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.*»

3. Faktiske forhold

PPI er et norsk allmennaksjeselskap som ble notert på Euronext Oslo Børs 29. april 2024. Det er ikke opplyst om avvikende stemmerettigheter i selskapet.

SBB Samfunnsbygg er et norsk aksjeselskap som eier 75 631 366 aksjer i PPI. SBB Samfunnsbygg har eid over 1/3 av aksjene og stemmene i PPI siden PPI ble notert på Euronext Oslo Børs i april 2024. SBB Samfunnsbygg er indirekte heleid datterselskap av SBB Norden.

SBB Norden ønsker å overføre aksjene i PPI fra sitt heleide datterselskap, SBB Samfunnsbygg, til seg selv. Den planlagte transaksjonen kan illustreres slik:



Det er opplyst at bakgrunnen for den planlagte overføringen er konserninterne årsaker. Som vederlag vil SBB Norden betale en pris per aksje tilsvarende sluttkurs på aksjene i PPI dagen før overføringen, og kjøpesummen gjøres opp ved at det etableres en selgerkreditt mellom SBB Samfunnsbygg og SBB Norden.

Det er videre opplyst at det ikke foreligger noen andre parallelle eller planlagte transaksjoner som har innvirkning på SBB-konsernets eierskap i PPI.

4. Vurdering av dispensasjon

Etter vphl. § 6-1 (6) utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med når erververen passerer tilbudspliktgrensen. Euronext Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, kan i særlige tilfeller gi dispensasjon 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.

Euronext Oslo Børs anser ikke den konserninterne overføringen av eierskapet til PPI for å innebære et kontrollskifte eller å være ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et

kontrollskifte. Euronext 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 PPI fra SBB Samfunnsbygg, til SBB Norden. Dispensasjoner fra tilbudsplikt bør inneholde en tidsramme for gjennomføring. Innen 31. oktober 2024 ansees passende her.

I overensstemmelse med tidligere praksis og uttalelser om kontinuitet ved overdragelse i medhold av dispensasjon fra tilbudsplikt, er Euronext Oslo Børs av den oppfatning at SBB Norden etter ervervet av aksjene i PPI, med hensyn til reglene om tilbudsplikt, vil stå i samme stilling som SBB Samfunnsbygg før overdragelsen. Det innebærer at SBB Norden overtar den posisjonen som SBB Samfunnsbygg har i dag, slik at SBB Norden på samme grunnlag som for SBB Samfunnsbygg i dag kan erverve aksjer i PPI uten at tilbudsplikt utløses før grensen for gjentatt tilbudsplikt (40 %), basert på at SBB Samfunnsbygg på noteringstidspunktet eide over 1/3 av aksjene og stemmene i PPI.

Børsens vurdering av forholdet til etterfølgende tilbudsplikt er ikke omfattet av dispensasjonsmyndigheten, og utgjør kun en uttalelse om et lovtolkningsspørsmål.

5. Vedtak

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

«Det gis, etter vphl. § 6-2 (3), dispensasjon fra tilbudsplikt for erverv av aksjer i Public Property Invest ASA for Samhällsbyggnadsbolaget i Norden AB ved overdragelse fra SBB Samfunnsbygg AS. Overdragelsen må gjennomføres innen 31. oktober 2024.

Senest samtidig med at avtale eller beslutning om overdragelsen foreligger skal Samhällsbyggnadsbolaget i Norden AB sørge for at det ved alminnelig børsmelding offentliggjøres at Euronext Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har vedtatt å gi dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) for overdragelsen. Euronext 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 Euronext Oslo Børs dersom overdragelsene ikke gjennomføres.

5.3.3 Höegh Autoliners ASA – Dispensasjon fra tilbudsplikt for Aequitas Shipping AS, Pomor BVI Ltd og Gadus SE, 12.07.2024

1. Søknaden

Det vises til brev av 22. mai 2024 fra Advokatfirmaet Thommessen AS, samt etterfølgende e-postkorrespondanse av 20. juni 2024, hvor det på vegne av Pomor BVI Ltd («**PBL**») og Gadus SE («**Gadus**»), herunder inkludert respektive datterselskap og datterselskap eid av PBL og Gadus i felleskap (samlet, «**søkerne**»), søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt i Höegh Autoliners ASA («**HAL**») etter lov 29. juni 2007 nr. 27 om verdipapirhandel («**vphl**.») § 6-2 (3) for indirekte erverv av aksjer.

Leif Höegh & Co AS («**LHC**») eier aksjer i HAL tilsvarende 35,51 % av aksjene og stemmene i selskapet. LHC er et norsk aksjeselskap som eies henholdsvis direkte og indirekte av

Gadus og PBL, med 50 % hver. PBL og Gadus, som i fellesskap eier flere konsernstrukturer, planlegger å endre eierstrukturen hvor LHC inngår, ved å overføre aksjene i LHC til Aequitas Shipping AS («**ASH**»), et norsk aksjeselskap indirekte eid 50 % hver av PBL og Gadus, og deretter omorganisere den mellomliggende strukturen gjennom ulike aksjeoverføringer og aksjeutstedelser i fire steg.

For de tilfeller der omorganiseringsstegene innebærer indirekte erverv som utløser tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 (2), søkes det om dispensasjon fra tilbudsplikten under henvisning til at overdragelsene ikke innebærer kontrollskifte over aksjeposten i HAL, jf. vphl. § 6-2 (3).

2. Rettslig grunnlag

Det følger av vphl. § 6-1 (1) og (2) om tilbudsplikt ved erverv av aksjer at:

> *«(1) 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.*
>
> *(2) Som erverv etter første ledd regnes også erverv av:*
>
> *1. aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i et selskap som nevnt i første ledd»*

I vphl. § 6-1 (6) er det presisert at tilbudsplikt utløses 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.»*

Euronext Oslo Børs' myndighet til å fatte vedtak om dispensasjon fra tilbudsplikten følger 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.»*

Hjemmelsgrunnlaget for å foreta identifikasjon etter tilbudsreglene fremgår av vphl. § 6-5:

> *«(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 inntrer uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående som nevnt i § 2-5. Ved vurderingen av om det inntrer 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.»*

Regler om konsolidering følger av vphl. § 2-5 nr. 3 og nr. 5, jf. § 6-5:
«Som noens nærstående menes:

3. selskap innen samme konsern som vedkommende,

(…)

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.»

3. Faktiske forhold

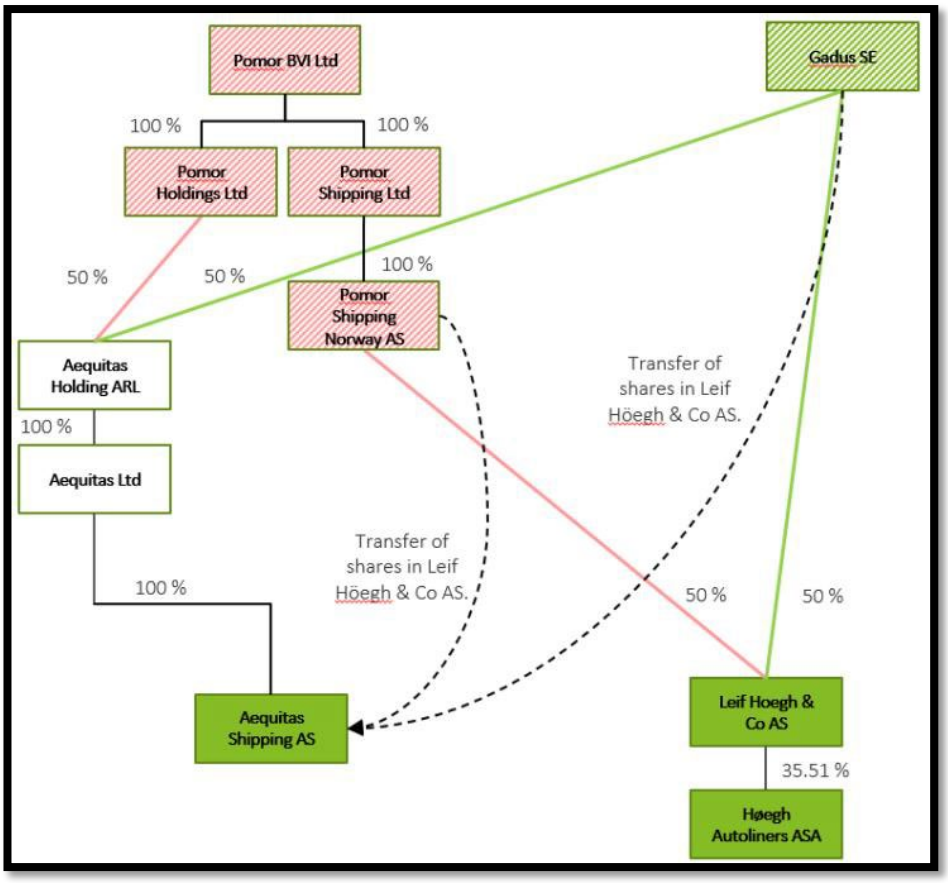
HAL ble tatt opp til handel på Euronext Growth Oslo 29. november 2021 og deretter notert på Euronext Oslo Børs 2. mai 2022. Det er ikke avvikende stemmerettigheter i selskapet, slik at én aksje tilsvarer én stemme. Siden børsnoteringen i 2022 har LHC, først indirekte og senere, etter en overføring i tråd med dispensasjon gitt av Euronext Oslo Børs 26. september 2022, direkte, eid over 1/3 av aksjene i HAL.

Eierskapet i LHC er i dag fordelt likt mellom Pomor Shipping Norway AS («**PSN**»), et indirekte datterselskap av PBL, og av Gadus, med 50 % hver. Det er ikke avvikende stemmerettigheter i LHC, slik at én aksje tilsvarer én stemme. Reelle eiere og innehavere av kontroll over PBL og Gadus er medlemmer av Høeghfamilien.

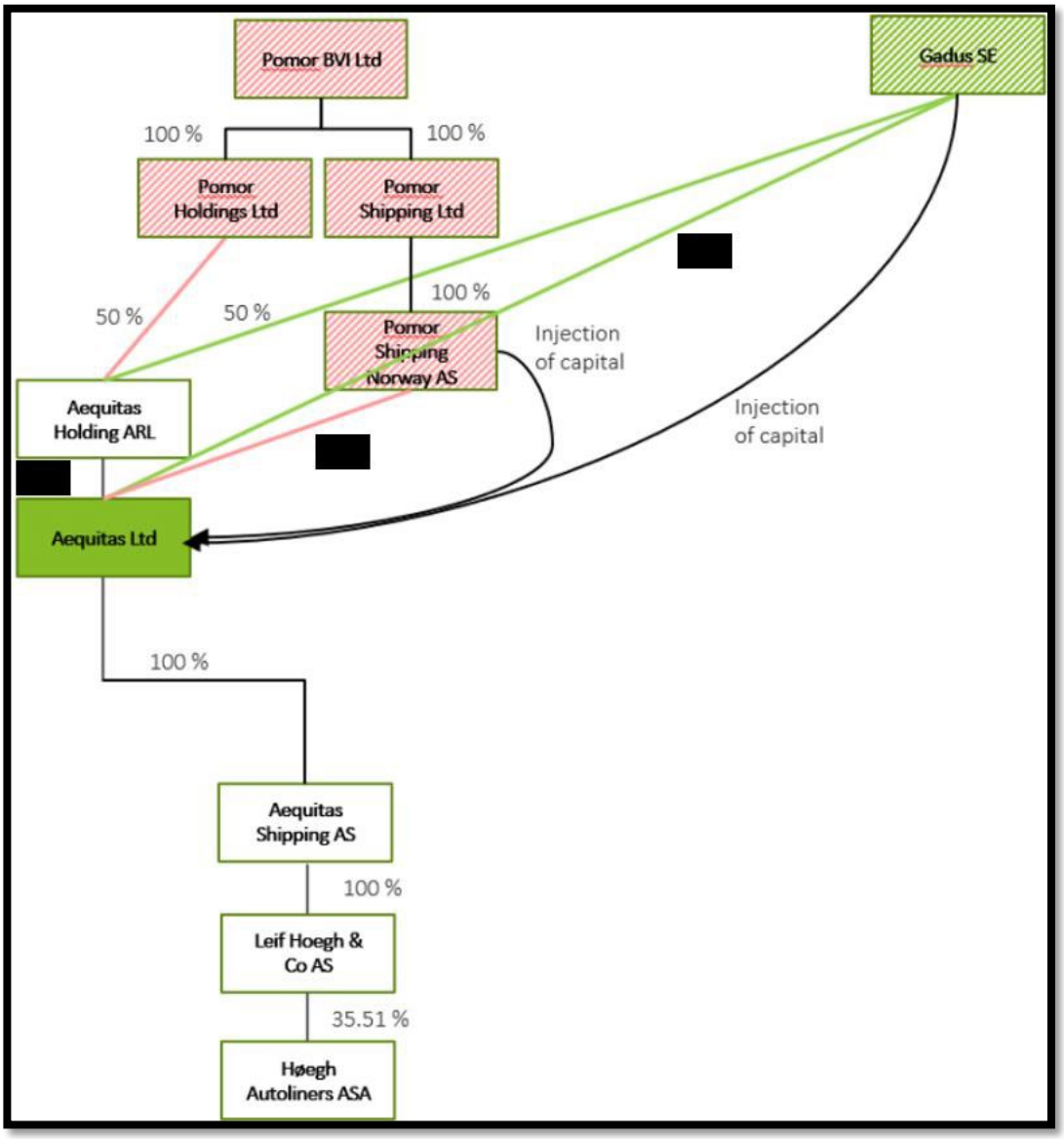
ASH er indirekte 100 % eid av Aequitas Holding ARL («**ARL**»), som igjen eies 50 % av Gadus og 50 % indirekte av PBL.

Bakgrunnen for søknaden om dispensasjon fra tilbudsplikt er at søkerne ønsker å omorganisere den felles eierstrukturen som ligger over LHC, og dermed over HAL, ved å gjennomføre transaksjoner i flere ledd, illustrert nedenfor:

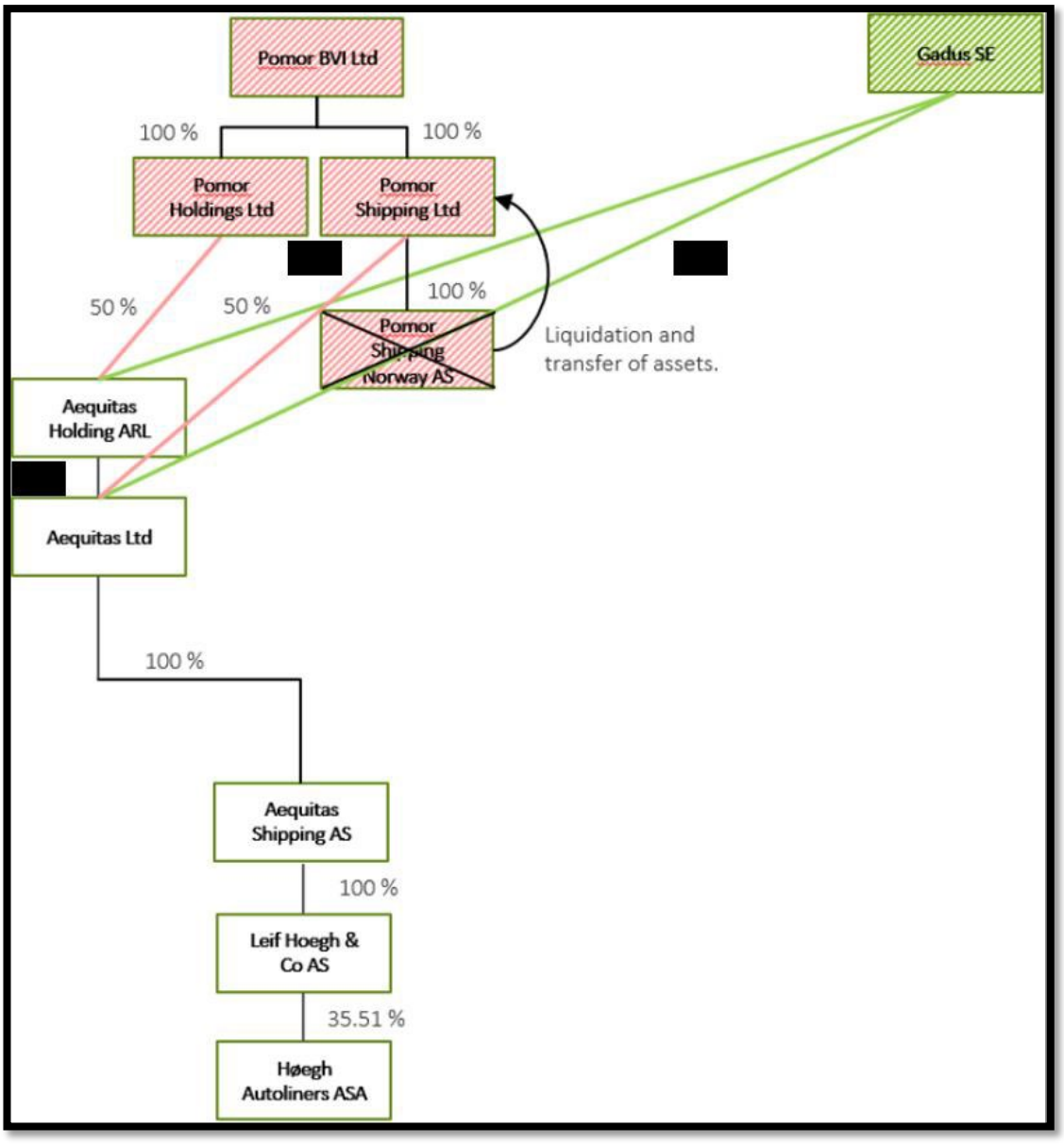
(i) I dag eies 100 % av aksjene i LHC av PSN (et datterselskap av PBL) og av Gadus, hver med aksjer tilsvarende 50 %. Første ledd i den planlagte omstruktureringen er å overføre samtlige aksjer i LHC til ASH, et datterselskap av Aequitas Ltd. («**Aequitas**»). Aequitas eies indirekte 100 % av PBL og Gadus, hver med 50 %. Som vederlag for aksjene skal ASH utstede lånesedler (Eng.: «*loan notes*»).



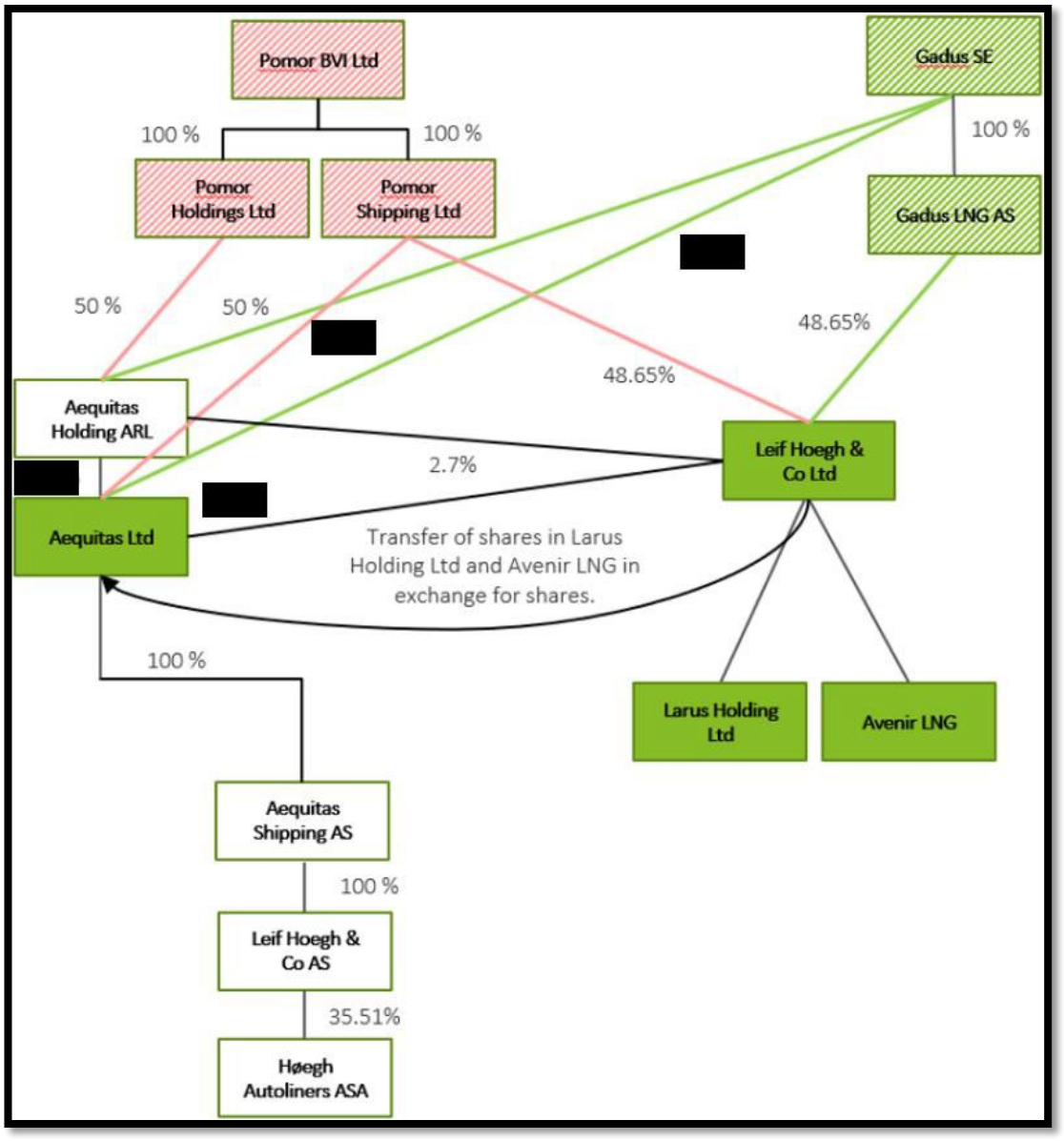
(ii) Annet ledd i omstruktureringen er at Gadus og PSN benytter lånesedlene utstedt i steg (i) som innskudd i Aequitas, morselskapet til ASH, mot at Aequitas utsteder nye aksjer tilsvarende [redacted] til Gadus og [redacted] til PSN (totalt [redacted]) av aksjene og stemmene i selskapet.



(iii) Tredje ledd i omstruktureringen er at PSN oppløses. I forbindelse med likvideringen vil alle eiendeler i PSN, inkludert aksjer tilsvarende XX X av aksjene i Aequitas, overføres til morselskapet Pomor Shipping Ltd. («**PSL**»). PSL eies 100 % av PBL.



(iv) Fjerde ledd i omstruktureringen innebærer at Leif Hoegh & Co Ltd («**LHL**»), et selskap som eies 100 % av PBL og Gadus med like eierandeler, overfører to 100 % eide datterselskap, Laurus Holding Ltd. og Avenir LNG, til Aequitas. Som vederlag vil Aequitas utstede nye aksjer til LHL tilsvarende [redacted] av aksjene og stemmene i Aequitas.



Det er opplyst at formålet med transaksjonene i steg (i)-(iv) er å etablere en ny og mer effektiv felles konsernstruktur under PBL og Gadus, uten å gjøre endringer i den reelle kontrollen over aksjene i HAL. De planlagte transaksjonene i steg (i)-(iv) omfatter ikke LHCs aksjer i HAL. Det fremgår av søknaden at steg (i) i transaksjonsrekken, overdragelsen av aksjer i LHC til ASH, anses som et indirekte erverv av aksjer HAL som utløser tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 (1) jf. (2), mens transaksjonene beskrevet i steg (ii) til (iv) ikke anses å utgjøre indirekte erverv som utløser tilbudsplikt.

4. Vurdering av dispensasjon

4.1. Generelt

De norske reglene om tilbudsplikt gjennomfører direktiv 2004/25/EF («**overtakelsesdirektivet**»), som er et minimumsdirektiv, i norsk rett. Etter vphl. § 6-1 (1) utløses tilbudsplikt når noen gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et selskap notert på regulert marked. Tilbudsplikt utløses også ved indirekte erverv av aksjer som nevnt over, når noen erverver mer enn 50 % av stemmene i et selskap som har som virksomhet å eie aksjer i det noterte selskapet, jf. vphl. § 6-1 (1), jf. § 6-1 (2) nr. 1, og ved erverv fra noen erververen er identifisert med, jf. vphl. § 6-1 (6). Bestemmelsene om tilbudsplikt ved erverv mellom identifiserte parter og dispensasjon fra tilbudsplikt i vphl. §§ 6-1 (6) og 6-2 (3) viderefører i det vesentlige § 4-2 (2) i verdipapirhandelloven (opphevet) fra 1997, slik at tidligere praksis og forarbeidsuttalelser kan ha relevans.

Etter overtakelsesdirektivet ansees erverv mellom konsoliderte parter ikke som en endring av kontrollen over selskapet som utløser tilbudsplikt, og de norske reglene går her lengre enn direktivets artikkel 5.1. De strengere norske tilbudspliktreglene anses imidlertid som saklig begrunnede og forholdsmessige inngrep som fremmer overtakelsesdirektivets formål, i tråd med EØS-rettens krav til grenseoverskridende regelverk, jf. Børsklagenemdsak 1/2023 (BW Energy), inntatt i Vedtak og Uttalelser («**VoU**») 2023 punkt 5.3.2.

4.2. Identifikasjon etter vphl. § 2-5, jf. § 6-5

Dersom erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5, utløser tilbudsplikt etter § 6-1 (6), kan Euronext Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, i særlige tilfeller gi dispensasjon fra tilbudsplikt, jf. § 6-2 (3). Som tilbudsmyndighet avgjør Euronext Oslo Børs hvorvidt identifisering skal foretas, jf. vphl. § 6-5 (2).

Søknaden omhandler en transaksjonsrekke bestående av transaksjoner i fire ledd, beskrevet i punkt 3 over. Transaksjonene gjennomføres innenfor det som omtales som en felleseid «holdingstruktur» (Eng.: «*holding structure*»), en konsernstruktur hvor PBL og Gadus eier 50 % hver. Pomor Holdings Ltd, PSN og PSL er direkte og indirekte 100 % eid og nærstående til PBL, jf. vphl. § 2-5 nr. 3, og ASH og Aequitas er direkte og indirekte 100 % eid og nærstående av ARL, jf. vphl. § 2-5 nr. 3. Gadus LNG AS er et 100 % eid datterselskap av Gadus, jf. vphl. § 2-5 nr. 3. Både ARL og LHL eies i fellesskap direkte og indirekte av PBL og Gadus, med like eierandeler, slik at verken PBL eller Gadus alene har bestemmende innflytelse.

Det er opplyst at PBL og Gadus har et forpliktende samarbeid når det gjelder bruk av aksjeeierrettighetene i bl.a. HAL gjennom kryssende eierskap i den felles holdingstrukturen, jf. vphl. § 2-5 nr. 5. Den konkrete vurderingen av om det foreligger et «forpliktende samarbeid» beror på hvorvidt det er et faktisk samarbeid, hvoretter

selskapene overfor hverandre opplever å være gjensidig forpliktet ved utøvelse av aksjonærrettigheter. Forpliktelsen kan være skriftlig eller stilltiende, jf. NOU 1996: 2 på s. 115. I fravær av en eksplisitt avtale beror vurderingen på partenes handlemåte og øvrige omstendigheter, hvor blant annet kryssende eierskap og organisasjon kan tillegges vekt, jf. Børsklagenemdsak 1/2023 (BW Energy) i VoU 2023 pkt. 5.3.2 med videre henvisninger.

PBL og Gadus eier i fellesskap 100 % av en konsernstruktur med flere datterselskap. Beslutninger om investeringer og strategi, herunder beslutninger knyttet til eierskapet i aksjene i HAL, treffes i fellesskap, og like eierandeler og kontroll gjør partene avhengig av gjensidig tilslutning. Samarbeidet om bruk av aksjeeierrettigheter i LHC er dessuten formalisert i en aksjeeieravtale. Det opplyst at PBL og Gadus også i fellesskap eier andre konsernstrukturer, hvor det tilsvarende må samarbeides om beslutninger som gjelder investering og strategi. Videre er de reelle eierne og innehavere av kontroll over PBL og Gadus medlemmer av samme familie. Basert på dette anses også Gadus og PBL som nærstående, jf. vphl. § 2-5 nr. 5, og kan konsolideres etter vphl. § 6-5, jf. § 6-1 (6).

4.3. Tilbudsplikt ved indirekte erverv

Euronext Oslo Børs har kompetanse etter vphl. § 6-2 (3) til å gi dispensasjon fra tilbudsplikt. En forutsetning er at dispensasjonen gjelder én eller flere konkrete transaksjoner som vil føre til at tilbudsplikt inntrer.

Utgangspunktet etter vphl. § 6-1 (1) er at tilbudsplikt inntrer for «[d]*en 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*». Det er ikke opplyst om planer om erverv av aksjer direkte i HAL. Tilbudsplikt kan likevel inntre ved indirekte erverv av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk børsnotert selskap, forutsatt at det indirekte ervervet omfatter «*aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i et* [notert] *selskap*», jf. vphl. § 6-1 (2) nr. 1.

Ordlyden av vilkåret «*vesentlig virksomhet*» indikerer at en betydelig del av selskapets aktivitet må bestå i å eie børsnoterte aksjer. I forarbeidene til tilsvarende bestemmelse i verdipapirhandelloven av 1997, Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s. 71, ble det lagt til grunn at selskapets «*vesentligste virksomhet*» er å eie børsnoterte aksjer dersom aksjene utgjør 75 % av selskapets aktiva. Om begrunnelsen for denne veiledende grensedragningen ble det uttalt at

«*Erverv av mer enn 50 % av aksjene i et selskap med betydelig virksomhet, der aksjer i det børsnoterte selskapet kun er en liten del, bør etter utvalgets syn ikke ses som et kontrollskifte i det børsnoterte selskapet […] I det engelske regelverket er det ifølge utvalget, lagt til grunn at tilbudsplikt normalt vil inntre der 75 % av selskapets aktiva består av de børsnoterte aksjene. Utvalget antar at en lignende grense bør kunne være veiledende for skjønnet også etter den bestemmelse som foreslås i verdipapirhandelloven.*»

I senere praksis har Euronext Oslo Børs, i VoU 2017 pkt. 5.3.1 (Salmar ASA), uttalt at en slik normalgrense må ligge nærmere 50 %, også i lys av at den veiledende grensen i det engelske regelverket er senket til 50 % i normale tilfeller. I VoU 2023 punkt 5.2.5 (e-postkorrespondanse om indirekte erverv) er det videre presisert at selv om vurderingen av «*vesentligste virksomhet*» tar utgangspunkt i en slik veiledende grense, så er dette utgangspunktet verken avgjørende eller i seg selv tilstrekkelig til å trekke en konklusjon. Andre forhold av betydning for den konkrete vurderingen av «*vesentlig virksomhet*» er hvilken grad eierskapet må anses å påvirke prisen på aksjene i det mellomliggende selskap, art og omfang av det mellomliggende selskapets virksomhet for øvrig, og formålet

ved ervervet. Skjæringspunktet for vurderingen er tidspunktet for transaksjonen som utløser tilbudsplikt.

Transaksjonen i steg (i) omfatter overføring av samtlige aksjer i LHC til ASH. I søknaden er det opplyst at eierskap i aksjene i HAL, på tidspunktet for steg (i), vil utgjøre mer enn 75 % av totale aktiva i LHC, som kan indikere at eierskap i HAL er sentralt for virksomheten og formålet til LHC. Søknaden gir begrenset informasjon om øvrige momenter av betydning for den konkrete vurderingen. Euronext Oslo Børs går derfor ikke nærmere inn i vurderingen, all den tid søkerne selv legger til grunn at eierskap i HAL er LHCs vesentligste virksomhet, og da dette er en bærende forutsetning for dispensasjonssøknaden.
Transaksjonene i steg (ii)-(iv) omfatter erverv og nyutstedelser av aksjer i Aequitas, som eier 100 % av aksjene i ASH og som indirekte vil eie 100 % av LHC etter gjennomføring av steg (i). Steg (ii) gjelder utstedelse av nye aksjer tilsvarende [redacted] hver til Gadus og PSN, totalt [redacted] av aksjene i Aequitas, mens steg (iv) gjelder utstedelse av nye aksjer til LHL tilsvarende [redacted] av aksjene i Aequitas. Utstedelse av aksjer likestilles med «erverv», jf. NOU 1996: 2 s 111. Steg (iii) gjelder etterfølgende overføring av PSNs eierandel til PSL som utdeling i forbindelse med likvidering av PSN. [redacted] Det følger likevel av drøftelsen under 4.2 over at partene inngår i en konsolidert gruppe etter vphl. § 6-5, som etter steg (ii), (iii) og (iv), samlet vil eie mer enn 50 % av aksjene i Aequitas. Spørsmålet om tilbudsplikt inntrer ved indirekte erverv vil derfor avhenge av hva som er Aequitas' «*vesentligste virksomhet*» på tidspunktet for de respektive transaksjonene.

I søknaden er det opplyst at indirekte eierskap i aksjene i HAL, på tidspunktet for steg (ii) og (iii), vil utgjøre XX X av totale aktiva i Aequitas, mens det for tidspunktet for steg (iv) vil utgjøre nærmere [redacted] Selskapet fremstår som et «holdingselskap» hvis virksomhet består i å eie finansielle instrumenter. Dette er likevel kun utgangspunkter for den konkrete vurderingen. Det er ikke opplyst om andre konkrete forretningsinteresser som er mer styrende og sentrale for Aequitas' virksomhet som sådan. [redacted] For det tilfellet at eierskap i HAL skulle utgjøre Aequitas' vesentligste virksomhet på tidspunkt for de respektive transaksjonene, søkes det likevel om dispensasjon fra tilbudsplikt også i relasjon til steg (ii)-(iv).

Basert på forutsetningene for søknaden om dispensasjon vil Euronext Oslo Børs avstå fra å gjøre en konkret vurdering av inntreden av tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 (2) nr. 1. Det forutsettes i det videre at samtlige transaksjoner vil medføre at tilbudsplikt inntrer.

4.4. Særlige tilfeller

Den norske regelen om at tilbudsplikt også utløses ved erverv fra noen erververen identifiseres med, går som nevnt lengre enn artikkel 5.1 i overtakelsesdirektivet. Når Euronext Oslo Børs «*i særlige tilfeller*» kan gi dispensasjon fra tilbudsplikt for erverv mellom identifiserte parter etter vphl. § 6-2 (3), legger direktivets artikkel 4.5 derfor ikke direkte føringer for børsens dispensasjonspraksis.

De strengere norske tilbudspliktreglene anses som saklig begrunnede og forholdsmessige inngrep som fremmer overtakelsesdirektivets formål, i tråd med EØS-rettens krav til grenseoverskridende regelverk, se Børsklagenemdsak 1/2023 (BW Energy Limited) i VoU 2023 pkt. 5.3.2. EØS-retten legger likevel føringer for børsens skjønnsmessige adgang til å fravike nasjonale regler om tilbudsplikt, herunder krav til saklighet, forholdsmessighet og likebehandling av erververe i samme situasjon. Ved vurderingen av forholdsmessighet må det ses hen til overtakelsesdirektivets formål, og til de formål og skjønnstemaer som fremgår av forarbeidene til tilbudspliktreglene, samt relevant dispensasjonspraksis.

Hensikten bak dispensasjonsadgangen er å unngå at tilbudspliktreglene forhindrer hensiktsmessig strukturering av selskapskonsern, samtidig som dispensasjonsreglene må praktiseres på en måte som ikke uthuler regelverket, jf. NOU 2005: 17 s. 26-27. Disse hensyn må avveies mot hverandre. Om vurderingen av dispensasjon heter det i forarbeidene, NOU 2005: 17 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), at skjønnstemaet er hvorvidt overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte, jf. også formålet med overtakelsesdirektivets tilbudsregler.

Den konkrete vurderingen tar utgangspunkt i hensynene bak reglene om tilbudsplikt, herunder behovet for å beskytte minoritetsaksjeeierne i målselskapet ved at disse skal gis muligheten til å selge sine aksjer når kontrollen i målselskapet endres, og da til en pris som sikrer dem en del av den premien som er betalt for kontrollposisjonen, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 373 og VoU 2022 pkt. 5.3.1 (Solon Eiendom).

Kjerneområdet for dispensasjonsadgangen er konserninterne overføringer. Børsen har tidligere vurdert at overføringer mellom selskap som ikke inngår i samme konsernstruktur, men som eies av samme parter, etter omstendighetene kan innebære at det ikke skjer et kontrollskifte. Det vises til i VoU 2022 pkt. 5.3.3 (Odfjell), der det uttales at

> «*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*.»

Avhender og erverver av aksjer under steg (i) har ikke identisk direkte eiersammensetning, likevel så eiersammensetningen lenger opp i strukturen, herunder reelle eiere, er den samme. Det er opplyst at Gadus' og PBLs indirekte eierandeler vil fortsette å være 50 % hver, etter gjennomføring av steg (i). Verdien av vederlaget i steg (i) – lånesedler som senere skytes inn som tingsinnskudd mot nye aksjer i morselskapet til ASH, et annet indirekte datterselskap av PBL og Gadus – baseres på anerkjente prinsipper for verdettelse i transaksjoner mellom uavhengige parter, beregnet på tidspunktet for transaksjonen, og vil være lik for PBL og Gadus. Vederlaget anses derfor ikke å innebære noen kontrollpremie.

Også avhender og erverver under steg (ii) har identisk indirekte eiersammensetning og reelle eiere. Vederlaget er lånesedlene utstedt under steg (i), der endelig antall aksjer bestemmes av verdien av vederlaget på det respektive tidspunktet i tråd med verdsettelsessprinsippene nevnt over, og anses derfor ikke å innebære noen kontrollpremie. De nyutstedte aksjene – totalt [redacted], fordelt likt mellom PBL (indirekte via PSN) og Gadus – innebærer en tilsvarende utvanning av eierskapet til ARL, som igjen eies av PBL (indirekte) og Gadus med like eierandeler. Utstedelsen av aksjer i Aequitas medfører at det knyttes organisatoriske bånd direkte mellom Gadus og Aequitas, likevel så utvanningen i eierskapet til ARL gjør at den reelle eierfordelingen mellom Gadus og PBL forblir uendret.

Steg (iii) innebærer en overføring av eierandeler fra et heleid datterselskap, PSN, til morselskapet PSL. Euronext Oslo Børs anser ikke at overføringen av eiendeler fra et 100 % eid datterselskap til et morselskap for å innebære et kontrollskifte eller som et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Steg (iv) innebærer at aksjer i Aequitas utstedes til LHL, i bytte mot at LHL overfører to heleide datterselskap til Aequitas. Til forskjell fra de andre leddene i omorganiseringen,

innebærer steg (iv) at det introduseres nye selskap inn i konsernstrukturen. Det er likevel klart at eierskapet i LHL, via mellomliggende selskap, også reelt sett er fordelt mellom PBL og Gadus med 50 % hver.

Basert på dette anser ikke Euronext Oslo Børs at omorganiseringen av eksisterende holdingstruktur til en ny holdingstruktur, som beskrevet i steg (i)-(iv), innebærer et kontrollskifte eller å være ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte i HAL. De planlagte transaksjonsstegene antas å ikke ha innvirkning på minoritetsaksjeeierne i HAL.

Under forutsetning av at én eller flere av transaksjonene beskrevet i steg (i)-(iv) medfører at tilbudsplikt inntrer ved indirekte erverv etter vphl. § 6-1 (2) nr. 1, mener Euronext Oslo Børs at det foreligger slike «*særlige grunner*» at det kan gis dispensasjon fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3) for slike transaksjoner.

Dispensasjoner fra tilbudsplikt bør inneholde en tidsramme for gjennomføring. Etter anmodning fra søkerne ansees 31. desember 2024 som en passende frist her.

5. Vedtak

Euronext Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har på denne bakgrunn kommet til følgende vedtak:

> *Det gis, etter vphl. § 6-2 (3), dispensasjon fra tilbudsplikt i Höegh Autoliners ASA for gjennomføring av følgende transaksjoner:*
>
> (i) til Aequitas Shipping AS for erverv av aksjer i Leif Höegh & Co AS tilsvarende 100 % av selskapet, fra Pomor Shipping Norway AS og Gadus SE, under forutsetning av at ervervet av aksjer vil utløse tilbudsplikt ved indirekte erverv etter vphl. § 6-1 (2) nr. 1,
>
> (ii) til Pomor Shipping Norway AS og Gadus SE, for tegning av nye aksjer i Aequitas Ltd tilsvarende henholdsvis XX X hver, totalt XX X, av aksjene og stemmene i selskapet, under forutsetning av at tegningen av aksjer vil utløse tilbudsplikt ved indirekte erverv etter vphl. § 6-1 (2) nr. 1,
>
> (iii) til Pomor Shipping Ltd for erverv av aksjer i Aequitas Ltd fra Pomor Shipping Norway AS tilsvarende XX X av aksjene og stemmene i selskapet, under forutsetning av at ervervet av aksjer vil utløse tilbudsplikt ved indirekte erverv etter vphl. § 6-1 (2) nr. 1, og
>
> (iv) til Leif Höegh & Co Ltd, for erverv av aksjer i Aequitas Ltd tilsvarende XX X av aksjene og stemmene i selskapet, under forutsetning av at ervervet av aksjer vil utløse tilbudsplikt ved indirekte erverv etter vphl. § 6-1 (2) nr. 1.

Overdragelsene må gjennomføres innen 31. desember 2024.

> *Senest samtidig med at gjennomføring av overdragelsene som beskrevet i dispensasjonsvedtaket punkt (i)-(iv) over foreligger, skal Aequitas Shipping AS, Pomor Shipping Norway AS, Gadus SE, Pomor Shipping Ltd og Leif Höegh & Co Ltd sørge for at det ved alminnelig børsmelding offentliggjøres at Euronext Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har vedtatt å gi dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) for den respektive overdragelsen. Euronext 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 Euronext Oslo Børs dersom én eller flere av transaksjonene i punkt (i) - (iv) ikke gjennomføres. Det bemerkes at dispensasjon fra tilbudsplikt er gitt på bakgrunn av de opplysninger som er gitt i søknaden. Ved endringer i disse forhold må Euronext Oslo Børs kontaktes for eventuelt ny vurdering.