



FINANSTILSYNET

THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY

Tilsynsrapport fra tematisyn

Oslo Børs ASAs oppfølging av likebehandlingsreglene ved rettede emisjoner

3. april 2024



| | |
|---|----------|
| 1. Innledning | 3 |
| 2. Rettslig grunnlag – likebehandling ved rettede emisjoner | 3 |
| 3. Oslo Børs' oppfølging av likebehandling ved rettede emisjoner | 4 |
| 3.1. Redegjørelse fra Oslo Børs | 4 |
| 3.2. Oppfølging i 20 saker | 6 |
| 3.3. Finanstilsynets vurderinger i foreløpig rapport | 7 |
| 3.3.1. Prosedyrer for behandling av likebehandlingssaker | 7 |
| 3.3.2. Oppfølging av likebehandling | 7 |
| 3.4. Oslo Børs' kommentarer i tilsvaret | 7 |
| 3.4.1. Prosedyrer for behandling av likebehandlingssaker | 7 |
| 3.4.2. Oppfølging av likebehandling | 8 |
| 4. Finanstilsynets konklusjon | 8 |

1. Innledning

Som ledd i det generelle tilsynet med verdipapirmarkedet i Norge, har Finanstilsynet gjennomført et tematilsyn der det ses nærmere på foretakenes plikter og oppfølging av kravet om likebehandling av aksjonærer ved bruk av rettede emisjoner i det norske markedet. Finanstilsynet har i denne anledning henvendt seg til Oslo Børs ASA (Oslo Børs), som markedsoperatør for handelsplassene Oslo Børs, Euronext Expand og Euronext Growth Oslo, og til verdipapirforetak som har vært involvert i aktuelle rettede emisjoner.¹ Finanstilsynet har også undersøkt noen utstederselskapers håndtering av innsideinformasjon i forbindelse med gjennomføringen av rettede emisjoner. Tematilsynet ble varslet til Oslo Børs i brev av 25. januar 2023.

Bruken av rettede emisjoner er den dominerende formen for kapitalforhøyelser i det norske markedet. Denne formen fraviker aksjeloven og allmennaksjelovens utgangspunkt om at alle aksjeeiere har fortrinnsrett ved kapitalforhøyelser. Prinsipper om likebehandling av aksjeeierne følger av aksjelovgivningingen. I verdipapirhandelloven er det i tillegg gitt en særlig bestemmelse om likebehandling av eierne av finansielle instrumenter utstedt av selskaper opptatt til handel på regulert marked.

Oslo Børs har fastsatt regler som tilsvarer verdipapirhandellovens likebehandlingsregel i sitt regelverk. Likebehandlingsregelen er gjort gjeldende for utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel både på de regulerte markedene Oslo Børs og Euronext Expand, og på den multilaterale handelsfasiliteten Euronext Growth Oslo.

Dette tilsynet med Oslo Børs har vært begrenset til spørsmål knyttet til Oslo Børs' oppfølging av likebehandling av aksjonærer ved utsteders bruk av rettede emisjoner. Finanstilsynet har innhentet Oslo Børs' prosedyrer og rutiner for kontroll med likebehandlingsregelen, i tillegg til dokumentasjon knyttet til Oslo Børs' oppfølging av 15 selskaper som gjennomførte til sammen 20 rettede emisjoner i 2022. Finanstilsynet har ikke hatt til hensikt å overprøve Oslo Børs' vurderinger av om utstedere har overholdt reglene om likebehandling. Temaet for tilsynet har vært å vurdere hvorvidt Oslo Børs har hatt tilstrekkelige prosedyrer og rutiner for kontroll av utsteders overholdelse av likebehandlingsregelen, samt hvorvidt disse er fulgt.

Oslo Børs mottok Finanstilsynets foreløpige rapport 16. oktober 2023. Oslo Børs ga sine kommentarer til rapporten i brev 19. desember 2023.

Rapporten etter tilsynet med verdipapirforetak og deres rolle som rådgivere og tilretteleggere av transaksjonene ble publisert 19. desember 2023.

2. Rettslig grunnlag – likebehandling ved rettede emisjoner

Verdipapirhandelloven kapittel 5 inneholder regler om løpende og periodisk informasjonsplikt, offentliggjøring og likebehandling. Det følger av verdipapirhandelloven § 5-14 at:

¹ <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2023/rettede-emisjoner-og-likebehandling-av-aksjonarer/>

- 1) *Utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel på norsk regulert marked, skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter. Utsteder må ikke utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utsteders og innehavernes felles interesse.*
- 2) *I forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, må utsteders styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte ikke treffe tiltak som er egnet til å gi dem selv, enkelte innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utsteder. Det samme gjelder ved omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike innen konsern som utsteder inngår i.*

Oslo Børs har inntatt en likelydende bestemmelse i sitt regelverk. Bestemmelsen er gjort gjeldende for utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel på Oslo Børs, Euronext Expand og Euronext Growth Oslo.

Det følger videre av verdipapirhandelloven § 12-2 (3) at det regulerte markedet skal ha effektive ordninger for å påse at utstedere av omsettelige verdipapirer som er tatt opp til handel, oppfyller sine forpliktelser etter verdipapirhandelloven kapittel 5 og 7.

Oslo Børs har i forbindelse med tilsynet anført at de ikke har en rettslig plikt til å følge opp likebehandlingsregelen i verdipapirhandelloven § 5-14, som er inntatt i verdipapirhandelloven kapittel 5. Argumentasjonen er at en plikt til å følge opp at utsteder etterlever en slik likebehandlingsregel ikke følger av direktiv 2014/65/EU (MiFID II) artikkel 51. Artikkel 51 er gjennomført i norsk rett i verdipapirhandelloven § 12-2. Siden MiFID II er et fullharmoniseringsdirektiv, er derfor synspunktet at § 12-2 (3) må tolkes innskrenkende for å unngå et resultat som strider mot EØS-retten.

Etter en nærmere vurdering har Finanstilsynet kommet frem til at det er en betydelig usikkerhet om Oslo Børs kan pålegges å følge opp likebehandlingsregelen i verdipapirhandelloven. Finanstilsynet har i brev av 8. mars 2024 til Finansdepartementet foreslått at det nedsettes et offentlig utvalg som skal vurdere om det er behov for å endre likebehandlingsregelverket, herunder utrede om dagens bestemmelse i verdipapirhandelloven er i strid med EØS-retten. I tilsynet med Oslo Børs vil Finanstilsynet ikke lenger legge til grunn at Oslo Børs kan pålegges å følge opp likebehandlingsregelen i verdipapirhandelloven. Oslo Børs har imidlertid inntatt regler om likebehandling i regelverkene for sine handelsplasser. Finanstilsynet legger til grunn at så lenge Oslo Børs har likebehandlingsbestemmelser i regelverkene for sine handelsplasser, vil de ha en plikt følge opp de inntatte reglene om likebehandling.

3. Oslo Børs' oppfølging av likebehandling ved rettede emisjoner

3.1. Redegjørelse fra Oslo Børs

Oslo Børs har redegjort for hvordan de følger opp likebehandlingregelen ved rettede emisjoner. Børsen har opplyst at det er avdeling for Risk, Compliance og Markedsovervåking (Markedsovervåkingen) som har ansvaret for oppfølgingen av bestemmelsen hos Oslo Børs. Lederen for avdelingen deltar i ledergruppen til Oslo Børs.

Oslo Børs har opplyst at oppfølging av likebehandlingsregelen gjøres i henhold til "Prosedyre for informasjonsplikt for Oslo Børs ASA". Prosedyren gir en overordnet beskrivelse av saksbehandlingen til Oslo Børs der det er mistanke om eller foreligger brudd på informasjonsplikten. Det er i prosedyren angitt at som hovedregel skal alle identifiserte brudd på utstederreglene følge denne prosedyren.

Oslo Børs har videre beskrevet hvordan de følger opp kravet om likebehandling. Dersom Markedsovervåkingen har mottatt et varsel om en rettet emisjon, registreres disse normalt i et Excel-skjema. Skjemaet benyttes som en "screening" for å identifisere hvilke rettede emisjoner som bør følges opp videre. I skjemaet inngår blant annet rabatt, størrelse på emisjonen og eventuell reparasjonsemisjon som vurderingskriterier. Emisjonene vil kategoriseres som enten "grønn", "gul" eller "rød" basert på nevnte kriterier. Registrerte emisjoner vil gjennomgås på jevnlig likebehandlingsmøter i avdelingen der det besluttes om saken skal behandles videre, eller om den skal avsluttes. Dersom saker behandles videre, skal det opprettes sak i saksbehandlingsverktøyet xTool.

Saker registrert i xTool tas opp i gruppen "Infotaskforce". I tillegg til samtlige ansatte fra Markedsovervåkingen, består gruppen av representanter fra avdelingene Notering, Juridisk og Kommunikasjon. Gruppen behandler saker knyttet til likebehandling og informasjonsplikt, og beslutter videre oppfølging, eksempelvis å innhente mer informasjon fra utsteder. Det er leder for Markedsovervåkingen som har endelig beslutningsmyndighet i gruppen.

Infotaskforce kan beslutte å ikke følge opp saken videre, men kan også avslutte en sak ved å gi kritikk eller veiledning per e-post eller ved offentlig brev. Alternativt kan gruppen innstille på videre behandling. Sakene vil da legges fram for "forkomiteen" bestående av juridisk direktør og børstdirektør som er et forum for faglige drøftelser. Dersom formell sanksjon blir ansett å være egnet sanksjonsform, vil sakene behandles videre av disiplinærkomiteen. Disiplinærkomiteen kan fatte vedtak om offentlig kritikkbrev eller overtredelsesgebyr ved særlig grove tilfeller.

I sin redegjørelse av 27. februar 2023 gitt i forbindelse med tilsynet har Oslo Børs opplyst at *"Oslo Børs har fulgt opp likebehandlingsregelen siden kravet ble inntatt i Oslo Børs' eget regelverk. Det gjøres likevel oppmerksom på at Oslo Børs i andre halvdel av 2020 så seg nødt til å redusere fokuset på likebehandling for en periode, blant annet hensett til avdelingens krevende ressursituasjon [...]. [...] Det innebærer at det ikke har vært en like aktiv oppfølging av likebehandlingsregelen sammenlignet med foregående år, og at det er noe mangelfull dokumentasjon på vurderinger som ble gjort frem til over sommeren 2022. Det understrekes imidlertid at manglende dokumentasjon ikke er ensbetydende med at aktuelle emisjoner overhodet ikke har blitt vurdert, all den tid de beskrevne rutiner for å identifisere rettede emisjoner hele tiden har vært på plass."* Det vises blant annet til en krevende migrasjonsprosess til handelssystemet Optiq og Korona-pandemien som årsaker til den krevende ressursituasjonen. Oslo Børs viser også til at mange erfarne medarbeidere sluttet i denne perioden.

Oslo Børs opplyser likevel i e-post av 16. mai 2023 at *"Det var aldri snakk om ikke å følge opp de groveste tilfellene eller å legge bort oppfølgingen i sin helhet. Oslo Børs har gjentatte ganger i sine overtredelsessaker og kritikkbrev uttalt at Børsen normalt ikke vil overprøve selskapets vurderinger av rimelighet eller saklighet knyttet opp mot likebehandling, og kun vil følge opp de tilfellene hvor forskjellsbehandlingen fremstår som klart usaklig, grovt urimelig eller hvor det er tatt utenforliggende hensyn"*.

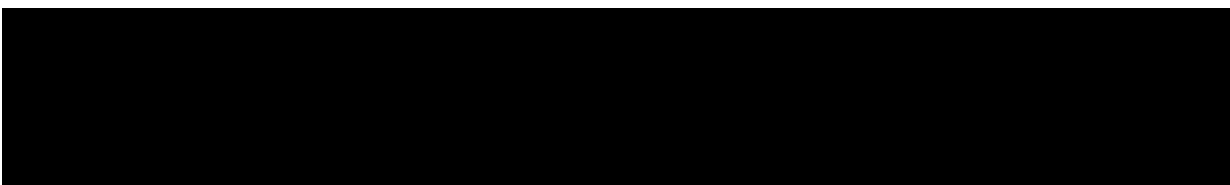
3.2. Oppfølging i 20 saker

Finanstilsynet har etterspurt og gjennomgått dokumentasjon knyttet til Oslo Børs' oppfølging av 20 rettede emisjoner i 2022.

| Utsteder | Dato | Rabatt vs sluttkurs (%) | Utvanning (%-vis økning antall utstedte aksjer) | Hentet beløp (mill. kr) |
|----------------------|------------|-------------------------|---|-------------------------|
| SEABIRD EXPLORATION | 13.01.2022 | 38,86 | 40,84 | 32 |
| OTOVO | 17.02.2022 | 14,58 | 16,3 | 300 |
| NEL | 23.03.2022 | 8,98 | 6,71 | 1 500 |
| PRYME N.V. | 07.04.2022 | 35,48 | 102,54 | 154 |
| ARGEO | 07.04.2022 | 18,03 | 54,66 | 75 |
| PGS | 03.05.2022 | 4,84 | 3,07 | 53,96 |
| FLYR | 05.05.2022 | 40 | 49,06 | 250 |
| NORDIC UNMANNED | 02.06.2022 | 17,14 | 13,75 | 80 |
| SEABIRD EXPLORATION | 28.07.2022 | 18,7 | 51,57 | 80 |
| BORR DRILLING | 09.08.2022 | 3,41 | 49,94 | 2 675 |
| AMSC ASA | 14.09.2022 | 9,21 | 18,55 | 405 |
| THE KINGFISH COMPANY | 27.09.2022 | 35,31 | 35,76 | 204 |
| PGS | 01.11.2022 | 8,03 | 6,81 | 33,7 |
| COOL COMPANY | 02.11.2022 | 11,61 | 34,19 | 1 778 |
| FLYR | 10.11.2022 | 88,1 | 3 949,32 | 250 |
| KOMPLETT ASA | 15.11.2022 | 3,09 | 63,07 | 1 000 |
| NORSE ATLANTIC | 24.11.2022 | 39,83 | 139,4 | 300 |
| NORDIC UNMANNED | 07.12.2022 | 47,37 | 37,88 | 70 |
| ARGEO | 20.12.2022 | 26,67 | 71,77 | 50 |
| XXL | 21.12.2022 | 9,22 | 53,53 | 500 |

Tabellen viser en oversikt over emisjonene med deskriptiv statistikk. Bakgrunnen for utvelgelsen var å undersøke både emisjoner av selskaper tatt opp til handel på regulert marked og på multilateral handelsfasilitet, i tillegg til emisjoner med ulike rabatter og størrelser.

Det fremkommer av mottatt dokumentasjon at 9 av de 20 rettede emisjonene var registrert i Excel-skjemaet som benyttes som screening-verktøy for å identifisere hvilke saker som skulle undersøkes nærmere. Finanstilsynet har ikke funnet noe dokumentasjon på at likebehandling er vurdert ved 10 av de 11 resterende emisjonene. De 9 emisjonene som ble registrert i Excel-skjemaet ble alle gjennomført etter 14. september 2022.



3.3. Finanstilsynets vurderinger i foreløpig rapport

3.3.1. Prosedyrer for behandling av likebehandlings saker

For at Oslo Børs skal kunne følge opp at utstederne tatt opp til handel på Oslo Børs' handelsplasser overholder likebehandlingsregelen, var det Finanstilsynets vurdering i foreløpig rapport at Oslo Børs må ha tilstrekkelige og betryggende retningslinjer og rutiner for å sikre slik oppfølging.

Oslo Børs har opplyst at oppfølging av likebehandlingsregelen ble gjort i henhold til "Prosedyre for informasjonsplikt for Oslo Børs ASA". Prosedyren beskriver hvordan Markedsovervåkingen skal behandle saker om informasjonsplikt. Det er angitt i prosedyren at "*[s]om hovedregel skal alle brudd på utstederreglene som identifiseres følge denne prosedyren*". Finanstilsynet påpekte i foreløpig rapport at prosedyren var svært generell og ikke omhandlet flere av prosessene angitt i Oslo Børs' beskrivelse av hvordan de fulgte opp kravet om likebehandling. Verken bruken av Excel-skjemaet som screeningverktøy eller de jevnliggjorte likebehandlingsmøtene var beskrevet i prosedyren. Finanstilsynet stilte derfor spørsmål ved hvordan de ansatte hos Oslo Børs kunne følge opp likebehandlingsreglene i tråd med redegjørelsen gitt i forbindelse med tilsynet, da deler av denne prosessen ikke var nedfelt i den skriftlige prosedyren. Det var derfor Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Oslo Børs ikke hadde tilfredsstillende rutiner og prosedyrer for å sikre effektiv kontroll av utsteders overholdelse av likebehandlingsregelen.

I sin redegjørelse opplyste Oslo Børs at det hadde vært store utskiftninger i avdelingen som fulgte opp likebehandlingsregelen. Finanstilsynet påpekte i den sammenheng at det dermed var særlig viktig med gode rutiner og prosedyrer for å sikre kontinuitet i arbeidet.

3.3.2. Oppfølging av likebehandling

Finanstilsynets gjennomgang av Oslo Børs' oppfølging av 20 rettede emisjoner i 2022 viste at Oslo Børs' oppfølging av likebehandlingsplikten i perioden januar 2022 til september 2022 nærmest var fraværende. Av emisjonene gjennomført i denne perioden kunne Oslo Børs kun dokumentere at de hadde vurdert forskjellsbehandling i ett tilfelle. Det var derfor Finanstilsynets vurdering i den foreløpige rapporten at Oslo Børs i denne perioden ikke i tilstrekkelig grad hadde fulgt opp etterlevelsen av likebehandlingsbestemmelsen. Finanstilsynet påpekte at Oslo Børs til enhver tid skal ha tilstrekkelige ressurser til å følge opp sitt eget regelverk, og var i den foreløpige rapporten kritisk til Oslo Børs' manglende oppfølging av likebehandlingsbestemmelsen.

Oslo Børs har opplyst at en minimumsoppfølging skulle fortsette selv om den ble nedprioritert. Finanstilsynet påpekte i den foreløpige rapporten at det fremsto som uklart hvordan og hvorvidt dette var gjort i praksis, da slik eventuell oppfølging ikke er dokumentert. Oslo Børs påpekte at manglende dokumentasjon ikke var ensbetydende med at aktuelle emisjoner ikke er vurdert, ettersom de beskrevne rutiner for å identifisere rettede emisjoner hele tiden hadde vært på plass. Det var imidlertid Finanstilsynets vurdering at det var vanskelig å se hvordan de svært generelle rutinene kunne sikre dette.

3.4. Oslo Børs' kommentarer i tilsvaret

3.4.1. Prosedyrer for behandling av likebehandlings saker

Oslo Børs skriver i tilsvaret at de ikke er enige i Finanstilsynets vurdering at børsen ikke har hatt tilfredsstillende rutiner og prosedyrer for oppfølging av likebehandlingsregelen. Børsen

uttaler at selv om den skriftlige prosedyren er spisset mot oppfølging av informasjonsplikt, fremkommer det av prosedyren at også øvrige løpende forpliktelser er omfattet. Oslo Børs påpeker videre at det er samme organ som vurderer og behandler potensielle brudd på likebehandlingskravet og informasjonsplikt, og at to separate rutiner ikke har vært ansett påkrevd. Videre kommenterer Oslo Børs at prosedyren må ses i sammenheng med rollebeskrivelsene til ulike stillinger ved Markedsovervåkingen på Oslo Børs. Til slutt anfører Oslo Børs at Excel-skjemaet for screening av emisjoner er en del av avdelingens rutineverk.

Oslo Børs opplyser at de har notert seg Finanstilsynets tilbakemelding og har derfor utarbeidet en ny skriftlig prosedyre for oppfølging av likebehandling som formaliserer gjeldende rutiner. Oslo Børs har også inntatt oppfølging av rettede emisjoner i stillingsbeskrivelsen til analyse- og behandlingsansvarlig på Markedsovervåkingen.

3.4.2. Oppfølging av likebehandling

Oslo Børs gjentar at de tok en operativ beslutning på ledelsesnivå om å prioritere oppfølging av kjerneoppgaver som overvåking av markedsadferd og informasjonsplikt, noe som medførte at oppfølgingen av likebehandling ble nedprioritert i perioden fra høsten 2020. Bakgrunnen for nedprioriteringen var at det over en periode var en ekstraordinær situasjon på børsen som følge av pandemi og at flere sentrale medarbeidere sluttet. I sin vurdering la børsen vekt på at oppfølging av likebehandling ikke var en lovpålagt oppgave, at slik oppfølging var ressurskrevende og at likebehandling var et aksjonæranliggende der selskapenes styre kunne holdes ansvarlig.

Videre skriver Oslo Børs at det ikke er noen lovpålagte krav til hvordan markedsoperatører skal følge opp egne regler eller selvpålagte plikter. Etter Oslo Børs' syn innebærer dette at markedsoperatørene i større grad står friere til å gjøre egne vurderinger og prioriteringer.

Avslutningsvis anfører Oslo Børs at oppfølgingen av likebehandlingen siden september 2022 og frem til i dag har vært tilfredsstillende og forsvarlig, og at Oslo Børs per i dag har nødvendig fokus på likebehandling i sitt regelverk og følger opp denne forpliktelsen i tråd med gjeldende interne prosedyrer og rutiner.

4. Finanstilsynets konklusjon

Finanstilsynet legger til grunn at Oslo Børs har en plikt til å følge opp bestemmelsene om likebehandling når dette er inntatt i eget regelverk.

Det er Finanstilsynets endelige vurdering at "Prosedyre for informasjonsplikt for Oslo Børs ASA" var for generell til å sikre effektiv kontroll av utsteders etterlevelse av likebehandlingsregelen. Dette tydeliggjøres ved at de beskrevne rutiner for å identifisere rettede emisjoner ikke var omtalt i prosedyren. At det er inntatt i prosedyren at alle brudd på utstederreglene skal følge prosedyren, er etter Finanstilsynets vurdering ikke tilstrekkelig til å sikre en tilfredsstillende oppfølging med etterlevelsen av likebehandlingsbestemmelsen. Finanstilsynet har fått oversendt ny prosedyre for likebehandling. Finanstilsynet tar den nye prosedyren til etterretning.

Tilsynet har vist at Oslo Børs' oppfølging av likebehandlingsbestemmelsen var svært mangelfull frem til september 2022, og Oslo Børs har informert om at denne oppgaven ble nedprioritert fra høsten 2020. Finanstilsynet har forståelse for at visse oppgaver kan nedprioriteres i perioder, men er kritiske til lengden på perioden oppfølgingen ble nedprioritert. Det er viktig for tilliten til Oslo Børs og det norske kapitalmarkedet at aktører kan være sikre

på at Oslo Børs følger opp potensielle brudd på sitt regelverk. Finanstilsynet viser i denne sammenheng til Oslo Børs' uttalelser i veiledning knyttet til gjennomføring av reparasjonsemisjoner av 19. april 2017 og i Børssirkulære nr. 2/2014 der børsen uttaler at børsen fører tilsyn med etterlevelsen av likebehandlingsbestemmelsen gjennom de likelydende bestemmelsene i børsens regelverk. Det er Finanstilsynets konklusjon at Oslo Børs frem til september 2022 ikke har hatt en tilstrekkelig oppfølging av likebehandlingsregelen.

Finanstilsynet tar til etterretning oppfølgingen av likebehandlingsreglene fra september til desember 2022. Finanstilsynet tar for øvrig Oslo Børs' kommentarer til etterretning.

Finanstilsynet
Revierstredet 3
P.O. Box 1187 Sentrum
NO-0107 Oslo

Tel. +47 22 93 98 00
post@finansilsynet.no
finansilsynet.no

