

ETISK RÅD

AVGJØRELSE I SAK NR. 2015/4

Klager: X

Innklaget: Norne Securities AS
Postboks 7801
5020 Bergen

Saken gjelder: Klage på Norne Securities ikke skal ha undersøkt fakta i forbindelse med at Norne var tilrettelegger i en aksjeemisjon, og at opplysningene kommunisert i informasjonsmaterialet ikke var korrekte.

Etisk Råd er satt med følgende medlemmer:

Geir Woxholth (Prof. dr. juris) (leder)
Per Christian Johannesen
Arne Lien
Ole Wetlesen Borge

I

Klage på at Norne Securities AS (Norne) ikke skal ha undersøkt fakta i forbindelse med at Norne var tilrettelegger i en aksjeemisjon, og at opplysningene kommunisert i informasjonsmaterialet ikke var korrekte.

II

Klagers anførsler:

Klager opplyser at han i juni 2014 fikk tilsendt et prospekt¹ fra Norne vedrørende emisjon i Fjord Line AS. Det fremgikk av prospektet et anslag på dobling av investeringen innen ett år. Den 16. juni 2014 tegnet klager seg for NOK 835.000, som var minste tegningsbeløp.

Klager hevder at analysen og annen informasjon Norne utgav i forbindelse med emisjonen var misvisende.

Klager opplyser videre at Fjord Line et halvt år senere måtte ha en kriseemisjon på under halve kursen.

Klager hevder at aksjetegningen skjedde på feil grunnlag da Norne ikke hadde utført en «*skikkelig analyse*», at alt som stod i prospektet var «*rent oppspinn fra meglerfirmaets side*» da de ikke hadde sjekket grunnleggende fakta. Klager anfører at Norne godtok Fjord Lines utsagn uten å gjøre en egen analyse. Dette mener klager er uetisk opptreden fra Nornes side, og viser i denne forbindelse til Verdipapirforetakenes Forbunds regelverk.

Klager peker spesielt på følgende:

- ✓ Norne opplyste at børsnotering av Fjord Line skulle skje innen 12 måneder.
- ✓ Det fremgår av prospektet at ... en betydelig økning i fortjeneste med en EBIT fra minus NOK 100 millioner til pluss NOK 200 millioner i løpet av to år. I følge klager viser halvårsregnskapet, rapportert av Fjord Line 31. august 2015, at EBIT fortsatt var minus NOK 100 millioner det halvåret.
- ✓ Det fremgår av prospektet at aksjekursen skulle dobles innen 12 måneder. Klager viser til at den i stedet har falt med 60%.
- ✓ Fjord Line var underfinansiert i og med at foretaket måtte innhente ny kapital 5 måneder etter den første emisjonen. Klager viser til at følgende imidlertid fremgår av prospektet: «*We see a healthy balance sheet. Fjord Line is on an impressive winning streak lately*». «*It is important to note that Fjord Line will be a much stronger company financially post issue with larger breathing room to financial covenants*».

Klager anfører at han ble «*regelrett lurt*» og at Norne har opptrådt uetisk. Han krever å få omgjort sin investering; eventuelt bli kompensert for tap.

¹ Det var ikke utarbeidet et prospekt i henhold til verdipapirhandelloven, men en investorpresentasjon datert 26. mai 2014 og en analyse datert 18. mai 2014. Sistnevnte var utarbeidet av Norne.

III

Innklagedes anførsler:

Norne opplyser at foretaket var tilrettelegger for emisjonen i Fjord Line, og at tegningsperioden løp fra 26. mai til 16. juni 2014. Klager tegnet seg for minstetegningsbeløpet på EURO 100.000. Klager var på tidspunktet også obligasjonsinnehaver i samme foretak.

Videre opplyser Norne at det ikke ble utarbeidet et prospekt i henhold til verdipapirhandelloven § 7-4 tiende ledd i forbindelse med emisjonen i Fjord Line, men en investorpresentasjon datert 26. mai 2014.

Norne anfører at informasjonsmaterialet i Fjord Line emisjonen ble utarbeidet på en grundig og profesjonell måte. På generelt grunnlag understreker Norne at dette gjelder også alle analyser som utarbeides av Nornes analyseavdeling.

Videre viser Norne til kommunikasjon mellom Norne og klager. Den 1. juni ble Head of Corporate Finance i Norne kontaktet per mail av klager for første gang; idet klager hadde spørsmål til investorpresentasjonen. Klager skrev følgende:

«Jeg er for tiden inne i Fjord01 obligasjon for 1m. Er interessert i å delta i aksje tegning og, men har noen spørsmål: hvorfor blir ikke notering paa borsen for 12 mnd, il-likvid og en laaser jo penger lenge da. Et EBIT fra -100m til +200m i lopet av 2 aar er spenstig,?! Har du noen kommentarer til dette.»

Norne besvarte klagers henvendelse på følgende måte 6. juni 2014:

«(...) Når det gjelder økning I EBIT (også kraftig økning i omsetning) er det hovedsakelig 2 forhold som er viktig:

- a. *Selskapet hadde store engangskostnader i 2013 forbundet med at skip som skulle blitt levert ble forsinket flere ganger. Her hadde man ansatt land og skipspersonell, booket gjester osv. hvor man både måtte kompensere gjester når skipet ikke kom og naturlig nok lønne ansatte osv. Man mistet også mesteparten av den viktige sommersesongen i 2013 for MS Stavangerfjord da den ikke kom i drift før 14. juli. Pga forsinkelsene fikk man ikke testet skipet ordentlig før levering og man hadde i tillegg en del «barnesykdommer» på skipet etter levering. Videre var det store ekstrakostnader forbundet med LNG tanking i Hirtshals (ca. MNOK 3 per mnd i 2013 for MS Stavangerfjord) da man ikke fikk fylle med passasjerer om bord i Risvika. Det er nå vedtatt en regelendring slik at man har kunnet fylle LNG i Risavika siden mars i år. Du finner flere detaljer på disse og andre engangskostnader på side 27 i presentasjonen.*
- b. *Sammenlignet med 2013 vil Fjordline i 2014 og spesielt i 2015 framstå med en helt annen flåte av skip og ruter. MS Stavangerfjord og MS Bergensfjord (levert i februar 2014 og satt i drift i slutten av mars 2014) er to helt nye skip som nå seiler rutene Bergen, Stavanger, Hirtshals og Hirtshals – Langesund. «Gamle» Bergensfjord (nå Oslofjord) er nå totalrenovert for MNOK 250 millioner og ble levert fredag 2. juni 2014 og vil gå inn i ruten Sandefjord – Strømstad fra 20. juni 2014. Nye skip og rutestrukturer vil føre til en betydelig omsetningsøkning og EBIT økning for selskapet.*

Selskapet kommuniserer at de ønsker å gå på børs innen 12 måneder (ikke om 12 måneder) slik at det i teorien kan skje før. Dog er det nok sannsynlig at det blir i slutten av perioden da man ønsker å dokumentere den betydelige drifts og margin forbedringen gjennom leverte regnskaper før man søker om børsnotering.

Når det gjelder artikkelen som du har lagt ved mener Norne at det er positivt at selskapet har fått tildelt seilingstider i Sandefjord og at skipet kommer i drift som planlagt 20. juni. Selskapet er likevel tydelig på at man ønsker bedre seilingstider enn det som er tildelt.»...

Den 22. januar 2016 opplyser Norne at det har kommet et større investeringsselskap inn på eiersiden i Fjord Line, og i forbindelse med denne transaksjonen mottok alle eksisterende aksjonærer et frivillig tilbud på NOK 5 per aksje. Klager aksepterte tilbudet og har således et tap på NOK 138 887, ettersom klager deltok i emisjonen på NOK 6 per aksje.

IV

Etisk Råd bemerk:

Klager innga klage ved brev datert 8. juni 2015. Norne innga tilsvaret i brev 6. juli 2015. I tillegg til dette har partene kommentert hverandres anførsler i samsvar med behandlingsreglene for Etisk Råd § 3-3 tredje ledd, samt besvart spørsmål fra Rådet.

Når det gjelder Rådets myndighet til å fatte vedtak som pålegger erstatningsplikt eller kompensasjon, presiseres på generelt grunnlag at dette faller utenfor Rådets kompetanse.

Klager anfører at Norne ikke hadde sjekket grunnleggende fakta og at foretaket ikke hadde utarbeidet en «*skikkelig analyse*». Norne foresto tilretteleggingen av den aktuelle emisjonen i Fjord Line. Spørsmålet er om Norne har utført tilretteleggeroppdraget i samsvar med god forretningsskikk, jf verdipapirhandelloven § 10-11.

Av vphl § 10-11 første ledd fremgår det at verdipapirforetaket skal «*påse at kundenes interesser.....ivaretas på beste måte*».

Av annet ledd fremgår det at verdipapirforetak skal gi kunder «*relevante opplysninger i en forståelig form omrisiko forbundet med investering i de aktuelle instrumenter.... slik at kunden i rimelig grad er i stand til å forstå..... risikoen*».

Av tredje ledd fremgår at verdipapirforetaket skal «*påse at all informasjon til kunder.....er korrekt klar og ikke villedende*».

Tilretteleggeroppdrag omfatter blant annet innhenting av informasjon, kvalitetssikring av denne, vurdering av risikoen; sørge for at potensielle investorer får forståelig og relevant informasjon, herunder om risiko, knyttet til de aktuelle finansielle instrumentene.

Det går frem av investorpresentasjonen at den er utarbeidet av Fjord Line, men det fremgår imidlertid av forsiden til presentasjonen at Norne er Manager (tilrettelegger). Det må derfor antas at Norne, ved å sette sitt «stempel» på presentasjonen og gjennom tilretteleggers undersøkelsesplikt, skaper en forventning hos potensielle investorer om at Norne har foretatt visse mer selvstendige undersøkelser og vurderinger.

På spørsmål fra Etisk Råd om hvilke undersøkelser/gjennomgang Norne gjorde som tilrettelegger av den private plasseringen i Fjord Line, svarer Norne at foretaket gikk gjennom materialet som ble brukt i investorpresentasjonen. Denne gjennomgangen innebar følgende: Innhente informasjon fra Fjord Line og kontroll av opplysninger mot revidert regnskap, diskusjoner med selskapets ledelse vedrørende prognoser og budsjett, samt gjennomgang av selskapets strategi og driftsplaner. Norne opplyser at det samtidig ble gjort en vurdering av kilden til informasjonen og dens pålitelighet. I følge Norne fremkom det ingen forhold i denne vurderingen som tilsa at Norne burde ha foretatt en utvidet undersøkelse, herunder en due diligence. Norne opplyser videre at det på tegningsblanketten (Application Form), er opplyst at det ikke var gjennomført en due diligence.

Etisk Råd viser til at det ikke er noe krav i lovverket at det skal gjennomføres en due diligence. Det følger imidlertid av Verdipapirforetakenes Forbunds Anbefaling nr 1 om «*Tilretteleggeroppdrag ved emisjoner og spredningssalg i unoterte aksjer*» at det alltid skal gjennomføres en «due diligence», men dette gjelder ikke dersom det er klart at det ikke forventes etablert eller tas sikte på å etablere noe annenhåndsmarked for de aktuelle aksjer. Norne har opplyst at transaksjonen Norne tilrettela ikke skulle «*skape et annenhåndsmarked for de aktuelle aksjene på det tidspunktet*». Rådet finner det ikke nødvendig å ta stilling til om en «børsnotering innen 12 måneder» oppfyller kravet for unntak, da den nevnte anbefalingen ikke er bindende for Norne. Medlemsforetakene er kun oppfordret om å følge Verdipapirforetakenes Forbunds anbefalinger.

På bakgrunn av informasjonen fra Norne, legger Etisk Råd til grunn at Norne har gjort visse undersøkelser som i og for seg må antas å oppfylle kravene til god forretningsskikk, selv om undersøkelsene som ble foretatt synes å ha vært av begrenset karakter. Etisk Råd bemerker at det på bakgrunn av regelverket ikke konkret kan utledes hvor langt tilretteleggers undersøkelsesplikt strekker seg, men at bransjepraksis i den senere tid synes å ha utviklet seg i retning av mer omfattende undersøkelser.

Klager viser til at opplysningene i informasjonsmaterialet vedrørende emisjonen i Fjord Line ikke var korrekte. Norne har bekreftet at foretaket har bistått i utarbeidelse av investorpresentasjonen.

I investorpresentasjonen datert 26. mai 2014 henvises det til Nornes investeringsanbefaling/analyse av Fjord Line datert 18. mai 2014, hva gjelder prognosen om en dobling av aksjekursen fra NOK 6 på emisjonstidspunktet og til NOK 12 i 2015. På side 8 under overskriften “*Investment highlights*” fremgår blant annet følgende:

“Company analysis by Norne Securities show a target share price of NOK 12 per share (with a net asset value of NOK 15.5 per share) which indicates a significant upside potential compared to the offering price of NOK 6 per share.”

Videre på side 42, med overskrift “*An issue price at NOK 6 per share is significantly below net asset value per share*”, vises det til at “*Target price Norne market report*” er NOK 12, med følgende fotnote:

“Based on latest available independent valuation (Norne market report on Fjord Line AS 18 May 2014).

Etisk Råd bemerker først at det ikke er i samsvar med bransjepraksis å henvise til tilretteleggers kursmål i en investorpresentasjon. Rådet er likevel av den oppfatning at det å

vise til tilretteleggers kursmål i en investorpresentasjon i utgangspunktet ikke er i strid med god forretningsskikk, men at en slik kobling er uheldig.

På første siden i analysen av Fjord Line 18. mai 2014 fremgår imidlertid følgende:

«Norne Securities AS will provide Fjord Line with investment banking services in the upcoming equity issue.»

Dette er i samsvar med vphl § 3-10 om *«Investeringsanbefalinger mv.»*, hvorefter den som utarbeider en analyse skal *“utvise tilbørlig aktsomhet for å sikre at informasjonen som presenteres er korrekt og skal på en klar og tydelig måte opplyse om eventuelle egne interesser og interessekonflikter som knytter seg til instrumentene eller utstederne.”*

Det at Nornes analytiker på tidspunktet for utarbeidelsen av analysen har kunnskap om at Norne vil være tilrettelegger i en forestående emisjon i Fjord Line, betyr at analysen ikke er «uavhengig», idet det vil være i Nornes interesse som tilrettelegger å gjennomføre en emisjon hvor utsteder får best mulig betingelser i markedet.

Opplysningen om at analytiker hadde kunnskap om emisjonen fremgår derimot ikke av investorpresentasjonen, hvor det tvert imot i en fotnote fremgår at analysen er «independent». Ved kun å lese investorpresentasjonen får investor således det inntrykk at kursmålet er underbygd av en «uavhengig analyse».

I tillegg til at analytiker har kunnskap om den forestående emisjonen, fremgår det av analysen at analytiker har lagt Fjord Lines egne estimater til grunn for kursmålet, men at analytiker har anvendt en mere *«conservative approach than the company's original guidance»*, uten at det er redegjort nærmere for hvilke vurderinger dette er.

På denne bakgrunn mener Etisk Råd at det er nærliggende for potensielle investorer å oppfatte henvisningen fra investorpresentasjonen til analysen som et slags «objektivt» holdepunkt for at aksjen har potensial for å doble seg i verdi, noe som i tilfellet vil være villedende overfor investor.

På bakgrunn av ovennevnte er Etisk Råd av den oppfatning at Norne har brutt god forretningsskikk, jf vphl § 10-11 tredje ledd.

Rådet vil for øvrig bemerke at klager, som blant annet obligasjonseier i Fjord Line, fremstår som en erfaren investor med god kjennskap til Fjord Line og selskapets utfordringer.

Etisk Råd har etter dette fattet følgende vedtak:

Klager gis medhold.

Oslo, den 6. april 2016