



Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2010

FORORD

Børssirkulærer, vedtak og uttalelser består av utdrag fra de vedtak, brev og andre uttalelser som antas å ha interesse fordi de illustrerer fortolkninger eller praksis. I tillegg er alle børssirkulærer fra 2010 inntatt.

Gjengivelsen her er i noen grad tilpasset offentliggjøring blant annet ved anonymisering og tilpasning av overskrifter. Gjengivelsen vil derfor kunne avvike noe fra den nøyaktige teksten, vedtak eller uttalelser. En del 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. Fotnoter til sirkulærer og eventuelt andre dokumenter er ikke medtatt i tekstene i denne materialsamlingen.

Børsklagenemndens vedtak og viktige vedtak i børsstyret er inntatt i sin helhet.

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

Børsklagenemndens vedtak, enkelte av børsstyrets vedtak og børssirkulærer publiseres løpende. Gratis abonnement kan bestilles på børsens nettside.

(<http://www.oslobors.no/user/register>).

1. BØRSSIRKULÆRER 2010	5
1.1 BØRSSIRKULÆRE 1/2010: MINDRE ENDRINGER I OBLIGASJONSREGLENE OG ABM-REGLENE	5
1.2 BØRSSIRKULÆRE 2/2010: NYE MEDLEMS- OG HANDELSREGLER FOR OSLO BØRS, OSLO AXESS OG OSLO ABM.....	5
1.3 BØRSSIRKULÆRE 3/2010: REDUSERTE PRISER FOR HANDEL I AKSJER, EGENKAPITALBEVIS OG BØRSHANDLEDE FOND FRA 1. APRIL 2010.....	6
1.4 BØRSSIRKULÆRE 4/2010: OVERFØRING AV PROSPEKTKONTROLLEN TIL FINANSTILSYNET OG ENKELTE ENDRINGER I BØRSENS UTSTEDERREGLER.....	7
1.5 BØRSSIRKULÆRE 5/2010: UTSATT IKRAFTTREDELSE AV KRAV TIL STYRESAMMENSETNING.....	15
1.6 BØRSSIRKULÆRE 6/2010: PLIKT TIL Å ANVENDE IFRS I ÅRSREGNSKAPET FOR NORSKE UTSTEDERE SOM IKKE HAR KONSERNREGNSKAPSLIKT. PLIKT TIL Å ETABLERE REVISJONSUTVALG FOR ALLE UTSTEDERE.....	15
1.7 BØRSSIRKULÆRE 7/2010: REVIDERT UTGAVE AV NORSK ANBEFALING FOR EIERSTYRING OG SELSKAPSLÆDELSE.....	17
2. DOMMER 2010.....	19
2.1 DNO INTERNATIONAL ASA – BRUDD PÅ OPPLYSNINGSLIKT (OSLO TINGRETTS DOM 21.12.2010).....	19
2.2 PERISCOPIUS – PLIKTIG TILBUD (EFTA-DOMSTOLENS AVGJØRELSE 10. DESEMBER 2010)	53
3. BØRSKLAGENEMNDENS AVGJØRELSER 2010	62
3.1 BØRSKLAGENEMNDENS SAK 1/2010: TELECOMPUTING ASA.....	62
3.2 BØRSKLAGENEMNDENS SAK 2/2010: RIEBER & SØN ASA	79
3.3 BØRSKLAGENEMNDENS SAK 3/2010: SEADRILL	88
3.4 BØRSKLAGENEMNDENS SAK 4/2010: GLOBAL IP SOLUTIONS AB (GIPS)	95
4. BØRSSTYREVEDTAK 2010 (IKKE PÅKLAGEDE)	107
4.1 PA RESOURCES AB - INFORMASJONSHÅNDTERING VED OLJEFUNN (BØRSSTYREVEDTAK 16.06.2010).....	107
5. OPPTAK TIL BØRSNOTERING.....	114
5.1 NYE SELSKAPER I 2010	114
5.2 OPPTAKSPRAKSIS.....	115
5.2.1 <i>Due diligence (e-post av 08.02.2010)</i>	<i>115</i>
5.2.2 <i>Wilh. Wilhelmsen-konsernet – Reorganisering (e-post av 30.03.2010).....</i>	<i>117</i>
5.2.3 <i>New Brazil Holding ASA - søknad om notering (e-post av 16.04.2010).....</i>	<i>117</i>
5.2.4 <i>Gjensidige – "If issued/if sold" notering (e-post av 29.11.2010).....</i>	<i>118</i>

6. STRYKNING/SUSPENSJON.....	118
6.1 SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING I 2010	118
6.2 STRYKNINGSSAKER.....	119
6.2.1 <i>De-listing etter tilbud – svensk selskap (e-post av 11.05.2010)</i>	119
7. LØPENDE UTSTEDERREGLER.....	120
7.1 UTTALELSER.....	120
7.1.1 <i>Utgangspunkt for frist til å offentliggjøre informasjonsdokument (e-post av 03.02.2010)</i>	120
7.1.2 <i>Utgangspunkt for frist til å offentliggjøre informasjonsdokument (e-post av 24.08.2010)</i>	122
7.1.3 <i>Noteringer av nye aksjer – kanadisk selskap (e-post av 08.02.2010)</i>	122
7.1.4 <i>REC - omsetningsperiode tegningsretter (brev av 23.04.2010)</i>	123
7.2 INFORMASJONSPLIKT	124
7.2.1 <i>Bergen Group ASA – kansellering av kontrakt (brev av 27.04.2010)</i>	124
7.2.2 <i>SAS Group AB – Informasjonshåndtering av fortrinnsrettsemisjon (brev av 20.05.2010)</i>	125
7.2.3 <i>Informasjonsplikt i forbindelse med obligasjonslån (brev av 16.08.2010)</i>	127
8. TILBUDSPLIKT/FRIVILLIG TILBUD	128
8.1 KONTROLLERTE TILBUD	128
8.2 TILBUDSPLIKT.....	128
8.2.1 <i>Clarification of certain mandatory takeover provisions (e-post av 13.04.2010)</i>	128
8.2.2 <i>Tilbudsplikt – overgangsregler (brev av 27.04.2010)</i>	129
8.2.3 <i>Ervervsbegrenet i vphl. § 6-1 (e-post av 31.05.2010)</i>	132
8.2.4 <i>Vurdering av reglene om tilbudsplikt i forbindelse med transaksjon (brev av 03.06.2010)</i>	134
8.2.5 <i>Uttalelse om tilbudsplikt i forbindelse med generasjonsskifte (brev av 04.06.2010)</i>	139
8.2.6 <i>Notert selskaps erverv av egne aksjer – tilbudsplikt (e-post av 24.08.2010)</i>	140
8.2.7 <i>Grenland Group ASA – pliktig tilbud fra HVS Invest AS (e-post av 15. desember 2010)</i>	141
8.2.8 <i>MAFA – uttalelse fra målselskapet om pliktig tilbud (brev av 08.11.2010)</i> ...	142
8.3 FRIVILLIG TILBUD.....	143
8.3.1 <i>Kritikk i forbindelse med begrenset bud på aksjene i Global Tender Barges</i>	

ASA (e-post av 22.03.2010 til Argo Securities ASA).....	143
8.3.2 PROD: styret anbefaler budet fra BWO (e-post av 22.09.2010)	144
8.3.3 Voluntary offer of outstanding shares in Intex Resources ASA (brev av 14.10.2010).....	146
8.3.4 Notice letter to Lybica Holding BV – re Intex Resources ASA (e-post av 11.11.2010).....	149
8.4 UNNTAK FRA TILBUDSPLIKT.....	149
8.4.1 Dispensasjon fra tilbudsplikt (brev av 04.05.2010).....	149
8.4.2 Belships ASA – Dispensasjon fra tilbudsplikt (brev av 15.07.2010)	150
8.4.3 Application for exemption from the mandatory offer obligation in respect of acquisition of shares from a related party (brev av 25.08.2010)	151
9. INFORMASJONSDOKUMENT	152
9.1.1 Oversikt over informasjonsdokument.....	152
10. MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER	153
10.1 NYE MEDLEMMER 2010.....	153
10.2 MEDLEMMER SOM HAR AVSLUTTET MEDLEMSSKAPET VED OSLO BØRS	153
10.3 MEDLEMSREGLER/HANDELSREGLER.....	153
10.3.1 New Member and Trading Rules for Oslo Børs, Oslo Axess and Oslo ABM	153
10.3.2 Betinget emisjonsvedtak (e-post av 05.02.2010).....	161

1. BØRSSIRKULÆRER 2010

1/2010	Mindre endringer i Obligasjonsreglene og ABM-reglene
2/2010	Nye medlems- og handelsregler for Oslo Børs, Oslo Axess og Oslo ABM
3/2010	Reduserte priser for handel i aksjer, egenkapitalbevis og børshandlede fond fra 1. april 2010
4/2010	Overføring av prospektkontrollen til Finanstilsynet og enkelte endringer i børsens utstederregler
5/2010	Utsatt ikrafttredelse av krav til styresammensetning
6/2010	Plikt til å anvende IFRS i årsregnskapet for norske utstedere som ikke har konsernregnskapsplikt. Plikt til å etablere revisjonsutvalg for alle utstedere
7/2010	Revidert utgave av Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse

1.1 Børssirkulære 1/2010: Mindre endringer i Obligasjonsreglene og ABM-reglene

1 Bakgrunn

Oslo Børs planlegger implementering av nytt handelssystem (TradElect) 15. februar 2010. For å tilpasse regelverket for utstedere deretter er det foretatt mindre endringer av redaksjonell karakter i Obligasjonsreglene og ABM-reglene.

Det er i de nye reglene også tatt høyde for at Kredittilsynet 21. desember 2009 endret navn til Finanstilsynet.

Oppdaterte regler er vedlagt i endringsmarkert versjon. Reglene vil fra 15. februar 2010 være tilgjengelig på <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Regler-for-utstedere> (Obligasjonsreglene) og <http://www.osloabm.no/Oslo-ABM/Regelverk/Regler-for-utstedere> (ABM-reglene).

2 Ikrafttredelse

Regelverket trer i kraft ved implementering av TradElect.

1.2 Børssirkulære 2/2010: Nye medlems- og handelsregler for Oslo Børs, Oslo Axess og Oslo ABM

Oslo Børs har fastsatt nye medlems- og handelsregler for aksje- og renteinstrumenter til erstatning for gjeldende Norex Member Rules.

Reglene trer i kraft samtidig med lanseringen av TradElect som ny handelsplattform, etter planen 15. februar 2010. Reglene om pliktig clearing av handel med aksjer mv. vil imidlertid tre i kraft på et senere tidspunkt, etter planen 30. april 2010.

Medlemskap og handel i aksje- og renteinstrumenter notert på Oslo Børs eller Oslo Axess er regulert i Oslo Børs Member and Trading Rules. For renteinstrumenter notert på Oslo ABM er tilsvarende regulering fastsatt i Oslo ABM Member and Trading Rules.

Reglene følger vedlagt dette sirkulæret, og vil fra ikrafttredelsesdatoen være tilgjengelig på henholdsvis <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Medlemsregler> og <http://www.osloabm.no/Oslo-ABM/Regelverk/Medlemsregler>.

Medlemmer på Oslo Børs, Oslo Axess og Oslo ABM må signere nye medlemsavtaler i forbindelse med ikrafttredelsen av de nye regler. Det er utformet en avtale for handel på Oslo Børs/Oslo Axess, og en avtale for handel på Oslo ABM. Begge avtaler følger som vedlegg til sirkulæret. Børsen anmoder om at aktuell(e) avtale(r) signeres av rett person i foretaket og returneres til Oslo Børs i to originale eksemplarer innen 4. februar 2010. Vennligst send en kopi per e-post til medlemsrelasjoner v/Astrid Løken Øyehaug, e-post AstridLoken.Oyehaug@oslobors.no.

Utkast til regler ble sendt på høring henholdsvis 30. september 2009 (Oslo Børs og Oslo Axess) og 5. november 2009 (Oslo ABM). De innspill som kom i høringen har foranlediget en rekke endringer i reglene, av større og mindre karakter. Børsen har dessuten på eget initiativ gjort en del endringer og tilføyelser. For detaljene vises til endringsmerkede versjoner av reglene, som er vedlagt dette sirkulæret. De mer vesentlige endringer omtales i forbindelse med presentasjonen av enkelte materielle forhold i vedlagte dokument.

1.3 Børssirkulære 3/2010: Reduserte priser for handel i aksjer, egenkapitalbevis og børshandlede fond fra 1. april 2010

Det vil fra 1. april 2010 foretas følgende prisendringer for handel og rapportering av transaksjoner i aksjer, egenkapitalbevis og børshandlede fond (ETF'er) på Oslo Børs og på Oslo Axess:

Rapporterte handler:

- Gratis

Rabatter:

- Topp 5 rabatt (5 mest omsatte aksjer, vurderes halvårlig) blir introdusert. Rabatten gjelder både for utførte ordre og verdiavgift. Satsene for Prislister 1, 2, 3 og 4 er respektivt 35%, 40%, 60% og 50%
- OBX rabatten videreføres og gjelder de aksjer som tilhører OBX indeksen, eksklusiv de 5 mest likvide (Topp 5) som har egne rabatter. En justering i rabattnivå gjennomføres for prislister 4 fra 50% rabatt til 40%
- Internhandel (krysning) i børsens ordrebok rabatteres med 25% for samtlige prislister
- Volumrabatter introduseres for alle prislister. Alt volum over oppgitte nivåer for gjennomsnittlig daglig omsetningsvolum (per måned) rabatteres med en prosentvis sats

Faste avgifter:

- Faste avgifter vil forhåndsfaktureres per kvartal mot tidligere hvert halvår. Medlemmene får anledning til å bytte prislister i forbindelse med hver forhåndsfakturering
- Justering i faste avgifter i prislister 3 og 4
 - Prislister 3 øker med NOK 10 000 i måneden
 - Prislister 4 reduseres med NOK 10 000 i måneden

Variable avgifter:

- Verdiavgiften for autohandel justeres fra NOK 24,00/mill. til NOK 20,00/mill. for prislister 3
- Ordreavgiften for autohandel justeres fra NOK 3,50 til NOK 4,25 per utførte ordre for prislister 3
- Verdiavgiften i auksjoner justeres opp med 20% for prislister 1, 2, 3, og 35% for 4
- Ordreavgiften i auksjoner justeres opp med 20% for prislister 1, 2 og 3

Pristabell:

	Prisliste 1	Prisliste 2	Prisliste 3	Prisliste 4
<u>Faste avgifter</u>				
Fast månedsavgift	-	50 000	210 000	190 000
Min månedsavgift	5 000	-	-	-
<u>Variable avgifter</u>				
Verdiavgift	0,00600 %	0,00500 %	0,00200 %	0,00500 %
Ordreavgift	8,00	6,00	4,25	0,0
Verdiavgift auksjon	0,00720 %	0,00600 %	0,00240 %	0,00675 %
Ordreavgift auksjon	9,60	7,20	5,10	0,0
<u>Rabatter</u>				
Topp 5 rabatt	-35 %	-40 %	-60 %	-50 %
OBX rabatt (ex Topp 5)	-30 %	-35 %	-50 %	-40 %
Rabatt Internhandel	-25 %	-25 %	-25 %	-25 %
<u>Volum rabatter (nivå for gj.sn volum per dag)</u>				
Nivå1	50 mill.	100 mill.	250 mill.	300 mill.
Nivå2		150 mill.	400 mill.	450 mill.
Nivå3			550 mill.	550 mill.
<u>Volum rabatt</u>				
Rabatt 1	-10 %	-10 %	-20 %	-20 %
Rabatt 2		-20 %	-35 %	-30 %
Rabatt 3			-50 %	-40 %

1.4 Børssirkulære 4/2010: Overføring av prospektkontrollen til Finanstilsynet og enkelte endringer i børsens utstederregler

1 Innledning

Fra 1. mai 2010 overføres den operative prospektkontrollen fra Oslo Børs til Finanstilsynet.

Etter et kort sammendrag av sirkulærets hovedinnhold i pkt. 2, angis hvilke dokumenter overføringen gjelder i pkt. 3.

Enkelte praktiske problemstillinger relatert til overgangen nevnes i pkt. 4, mens

betydningen for utstedere med Norge som vertsstat drøftes i pkt. 5.

Overføringen medfører behov for noen endringer i børsens utstederregler. Endringene i børsreglene som følge av prospektoverføringen omtales kort i pkt. 6.

I samme anledning gjøres også enkelte andre endringer i børsens regler for aksjeutstedere, jf. pkt. 7. To sentrale nyheter for noterte selskaper nevnes allerede her: Kravet til styreuavhengighet som løpende forpliktelse utsettes til 1. juli 2012 og det innføres plikt for utstedere med Norge som vertsstat til å videresende flaggemeldinger til Oslo Børs, jf. pkt. 7.2.1 og 7.2.2.

Endelig gjøres enkelte endringer i utstederreglene som følge av forslag til lovendringer inntatt i Prop. 84 L (2009-2010), jf. pkt. 8.

Følgende børssirkulærer med vedlegg omhandler fortolkningen av prospektreglene, og vil fra overføringsdatoen anses som prospektmyndighetens veiledning i den utstrekning dette bestemmes av Finanstilsynet: Børssirkulære 4/2004, 9/2005, 3/2006 og 2/2009

2 Sammendrag

Det vesentlige innholdet i sirkulæret kan oppsummeres som følger:

- (i) Overføring av prospektkontrollen omfatter EØS-prospekter og "tilsvarende dokumenter", men ikke informasjonsdokumenter eller tilbudsdokumenter.
- (ii) Kontrollprosesser som er pågående på overføringstidspunktet vil bli videreført av Finanstilsynet.
- (iii) Prospekter som sendes grensekryssende inn i Norge skal etter overføringen sendes til Finanstilsynet.
- (iv) Utkast til opptaksprospekt for aksjer, obligasjoner og warrants skal sendes til Oslo Børs senest samtidig med at første utkast sendes til Finanstilsynet for kontroll.
- (v) Selskaper med noterte aksjer skal underrette Oslo Børs ved innsendelse av prospekt som omfatter utstedelse av fortrinnsretter, opptak av tegningsretter mv.
- (vi) Utstedere av noterte verdipapirer som gjør prospektpliktige transaksjoner må bekrefte overfor Oslo Børs at prospektet er godkjent og offentliggjort før tilbudsperioden starter eller notering foretas. Vertsstatsutstedere må sende kopi av meldingen etter verdipapirhandelloven § 7-9. Endelig godkjent prospekt må sendes til Oslo Børs.
- (vii) Noteringsdokument for opptak av obligasjoner på Oslo ABM med pålydende under 50 000 euro må ikke lenger tilfredsstille kravene til EØS-prospekt, men må oppfylle de krav som oppstilles i ABM-reglene.
- (viii) Det er gjort unntak fra plikten til å utarbeide reserverapporter ved overføring av mineralselskaper mellom Oslo Børs og Oslo Axess.
- (ix) Børsen er gitt hjemmel til å dispensere fra opptakskravene når notert selskap søker ny aksjeklasse opptatt til notering.
- (x) Ikrafttredelsestidspunktet for innføring av krav til styreuavhengighet som løpende forpliktelser utsettes fra 1. januar 2011 til 1. juli 2012. Bakgrunnen er at det

pågår et arbeid med sikte på revisjon av opptaksreglenes krav til styreavhengighet.

- (xi) Selskaper med Norge som vertsstat pålegges en plikt til å videresende mottatte flaggemeldinger til Oslo Børs i den utstrekning den aktuelle melding ikke allerede er offentliggjort.
- (xii) Det er klargjort at børsnoterte sparebanker skal offentliggjøre innkalling til møte i forstanderskap/representantskap.

3 Hvilke dokumenter overføringen av prospektkontrollen gjelder

Overføringen omfatter i første rekke EØS-prospekter, jf. verdipapirhandelloven § 7-7, herunder tilleggsprospekter etter verdipapirhandelloven § 7-15.

Videre omfatter overføringen de såkalt "tilsvarende dokumenter" utarbeidet under unntaksreglene i verdipapirhandelloven § 7-4 nr. 4/6 og 7-5 nr. 5/7. Finanstilsynet har opplyst at tilsvarende dokumenter inntil videre vil bli kontrollert etter den sjekkliste Oslo Børs har utarbeidet for informasjonsdokumenter etter løpende forpliktelser pkt. 3.5. På denne bakgrunn antar Oslo Børs at tilsvarende dokumenter kontrollert av Finanstilsynet også oppfyller kravene til informasjonsdokument, forutsatt at dokumentet offentliggjøres etter de fremgangsmåter og innen de frister som gjelder for informasjonsdokumenter, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.5.6.

Endelig omfatter overføringen kontroll av sammendrag utarbeidet i forbindelse med at verdipapirer som har vært notert på regulert marked i minst 18 måneder noteres på et nytt regulert marked, typisk ved overføring av notering mellom Oslo Axess og Oslo Børs, jf. verdipapirforskriften § 7-2 bokstav e.

Informasjonsdokumenter som ikke skal benytte som "tilsvarende dokumenter" vil også etter 1. mai bli kontrollert av Oslo Børs i medhold av løpende forpliktelser pkt. 3.5.

Registreringsprospekter (nasjonale prospekter) skal fremdeles sendes Foretaksregisteret for registrering, jf. verdipapirhandelloven § 7-10.

Overføringen har ingen betydning for kontrollen av tilbudsdokumenter etter verdipapirhandelloven kapittel 6. Slike dokumenter skal godkjennes av Oslo Børs. For ordens skyld understrekes imidlertid at dersom tilbudet skjer mot (prospektpliktig) vederlag i verdipapirer, vil kontrollen mot innholdskravene for prospekter/tilsvarende dokumenter måtte gjøres av Finanstilsynet.

4 Gjennomføring av prospektkontroll i overgangsperioden

Første utkast til prospekt skal sendes til Oslo Børs på vanlig måte frem til 30. april 2010 kl 24.00.

Etter dette tidspunkt skal første prospektutkast sendes til Finanstilsynet, prospekter@finansstilsynet.no.

Kontrollprosesser som pågår på overføringstidspunktet vil ikke bli avbrutt, men vil bli overtatt og videreført av Finanstilsynet.

Fire saksbehandlere ved børsen vil i forbindelse med overføring av prospektkontrollen gå over til Finanstilsynet, og kontrollprosesser igangsatt før overføringen vil i størst mulig utstrekning bli slutført av samme saksbehandler.

For øvrig vises til nærmere veiledning fra Finanstilsynet og involverte saksbehandlere.

Listen over prospekter godkjent før 1. mai 2010 vil i en periode på minst 12 måneder være tilgjengelig på børsens hjemmesider.

For oversikt over sjekklister, rettskilder, godkjente prospekter og annen relevant dokumentasjon etter overføringen vises til Finanstilsynets hjemmesider, www.finanstilsynet.no.

5 Særlig om utstedere med Norge som vertsstat

For utstedere av verdipapirer notert på Oslo Børs eller Oslo Axess som er hjemmehørende i annen EØS-stat enn Norge medfører overføringen ingen endringer mht. gjennomføring av prospektkontrollen. Prospektkontrollen skal foretas av prospektmyndigheten i utstедers/verdipapirenes hjemstat.

EØS-prospekter godkjent av andre staters myndigheter som sendes grensekryssende inn i Norge må imidlertid etter 1. mai 2010 sendes til Finanstilsynet.

Videre må tilsvarende dokumenter for tilbud rettet mot Norge/opptak til notering i Norge også for slike utstedere sendes til Finanstilsynet for kontroll, jf. pkt. 3 over og det faktum at tilsvarende dokumenter ikke kan sendes grensekryssende.

I tillegg vil de regelendringer som omtales i pkt. 6 og 7 nedenfor ha betydning også for vertsstatsutstedere av verdipapirer notert på Oslo Børs eller Oslo Axess.

6 Endringer i børsens regler for utstedere – overføring av prospektkontrollen

6.1 Innledning

Overføring av prospektkontrollen foranlediger endringer i følgende utstederregler:

- (i) Opptaksregler for aksjer på Oslo Børs (opptaksreglene) og Opptaksregler for aksjer på Oslo Axess (axessreglenes opptaksvilkår)
- (ii) Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper (løpende forpliktelser)
- (iii) Obligasjonsreglene
- (iv) ABM-reglene
- (v) Warrantreglene
- (vi) ETC-reglene

Samtidig gjøres enkelte andre justeringer i aksjereglene, jf. pkt. 7.

I tillegg er det gjort enkelte mindre tekniske og terminologiske endringer og korrigeringer som antas å være uten innholdsmessig betydning.

Alle regelendringene trer i kraft 1. mai 2010.

Revidert versjon av reglene følger vedlagt dette sirkulæret, og vil fra ikrafttredelsestidspunktet være tilgjengelig på <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Regler-for-utstedere> og for ABM-reglene <http://www.osloabm.no/Oslo-ABM/Regelverk/Regler-for-utstedere>.

6.2 Plikt til å sende utkast til opptaksprospekt til Oslo Børs

Det følger av gjeldende opptaksregler for Oslo Børs, Oslo Axess og Oslo ABM at søknad om opptak til notering av verdipapirer (aksjer, obligasjoner, warrants) skal være ledsaget av prospekt eller utkast til prospekt.

For det tilfelle at prospektutkast sendes til Finanstilsynet eller annen prospektmyndighet for kontroll før fremsettelse av søknad om opptak til notering som nevnt, er det innført en plikt til senest samtidig å sende prospektutkastet til Oslo Børs. Hvordan utsteder fremstilles i prospektet vil kunne ha betydning for børsens opptaksprosess, og børsen vil kunne ha innspill til gjennomføring av forutgående emisjon og utforming av prospektets transaksjonkapittel.

Det er også innført en generell hjemmel for børsen til å kreve fremlagt den dokumentasjon som anses nødvendig i forbindelse med opptaksprosessen. Dette kan eksempelvis være aktuelt relatert til senere prospektutkast.

I tråd med ovennevnte må det også i innledende møte ved opptak av aksjer redegjøres for tidsplan for utarbeidelse av opptaksprospekt.

6.3 Underretningsplikt ved utstedelse av fortrinnsretter mv.

For selskaper med aksjer notert på Oslo Børs eller Oslo Axess, er det innført en plikt til å underrette Oslo Børs senest samtidig med innsendelse av første utkast til prospekt til Finanstilsynet eller annen prospektmyndighet dersom selskapet planlegger å utstede fortrinnsretter eller å notere andre typer tegningsretter, eller dersom selskapet planlegger å notere aksjer med andre rettigheter enn de allerede noterte aksjer.

Underretningen skal skje ved at prospektutkastets transaksjonkapittel sendes til prospekter@oslobors.no. Dersom dette ikke er utarbeidet på det aktuelle tidspunkt, skal selskapet sende inn en helt kort redegjørelse for den planlagte transaksjon.

Tanken er også her at børsen som markeds plass vil kunne ha innspill til notering av rettene/gjennomføring av kapitalforhøyelsen og hvordan denne beskrives i prospektet.

Børsen vil kunne kreve at hele eller deler av prospektutkastet oversendes til børsen.

6.4 Innsendelse av årlig oversikt

Årlig oversikt etter verdipapirhandelloven § 5-11 skal offentliggjøres etter reglene om offentliggjøring av prospekt og sendes til prospektmyndigheten. Dette innebærer at utstedere med Norge som hjemstat fra 1. mai 2010 skal sende årlig oversikt til Finanstilsynet. Børsreglene er endret i samsvar med dette.

Oslo Børs har imidlertid etablert en funksjonalitet for utarbeidelse, innsendelse og offentliggjøring av årlig oversikt som nærmere beskrevet i børssirkulære 5/2007. Finanstilsynet vil etter det Oslo Børs er kjent med å ta det standpunkt at innsendelse av årlig oversikt i samsvar med funksjonalitet utarbeidet av Oslo Børs også etter 1. mai 2010 vil oppfylle lovens krav til innsendelse til prospektmyndigheten.

Utstedere med Norge som vertsstat etter prospektdirektivet skal fremdeles sende årlig oversikt til sin hjemstats prospektmyndighet.

Plikten til å utarbeide årlig oversikt er foreslått opphevet i forbindelse med den pågående revisjon av prospektdirektivet, og Oslo Børs har på denne bakgrunn ikke funnet grunnlag for å oppdatere børssirkulære 5/2007. Sirkulæret må leses i samsvar med løpende forpliktelser pkt. 3.6 og obligasjonsreglene pkt. 3.4.

6.5 Kontroll, godkjenning og offentliggjøring av prospekt mv.

Børsreglens bestemmelser om fremgangsmåte for kontroll av prospekter er fjernet.

Plikten til å sende Oslo Børs godkjent prospekt senest dagen før første gangs notering av verdipapirer er for aksjer erstattet av en plikt til – innen samme tidsfrister - å bekrefte overfor børsen at prospektet er godkjent. Vertstatsutstedere skal sende børsen kopi av melding om godkjent prospekt. For opptak av obligasjoner på Oslo Børs eller Oslo ABM, og for opptak av warrants og ETC-er på Oslo Børs må det godkjente prospektet vedlegges søknaden om børsnotering.

Videre skal utsteder av alle typer verdipapirer senest dagen før tilbudet starter eller notering foretas (nynotering eller senere utstedelser i samme klasse) bekrefte overfor børsen at prospektet er offentliggjort i samsvar med gjeldende regler. Dette innebærer en forenkling i forhold til gjeldende krav.

Senest kl. 08.00 den dag tilbudet starter eller notering foretas, skal utsteder offentliggjøre at prospektet er godkjent, samt hvor dette er tilgjengelig. For prospekter som er sendt grensekryssende inn i Norge må det dessuten opplyses om dette i meldingen. Oslo Børs vil ikke lenger sende melding om godkjent prospekt.

Det endelig godkjente prospektet skal straks etter godkjenning sendes til Oslo Børs.

For ordens skyld presiseres at prospekter også etter overføringen vil kunne offentliggjøres på børsens hjemmesider, jf. verdipapirhandelloven § 7-19 annet ledd nr. 3. I tilfelle må børsen underrettes om dette senest samtidig med innsendelse av førsteutkast av prospektet til Finanstilsynet for kontroll, herunder om det skal benyttes elektroniske mekanismer for hindre distribusjon av prospektet mot enkelte markeder.

6.6 Notering av obligasjoner, warrants og ETC-er på grunnlag av grunnprospekt

Det er i obligasjons-, warrant- og ETC-reglene innført særskilte reguleringer for de tilfeller obligasjoner, warrants eller ETC-er søkes notert på grunnlag av grunnprospekt og "endelige vilkår", jf. verdipapirforskriften kapittel 7 del IV.

Som hovedprinsipp må utsteder oppfylle reglens krav om innsendelse, offentliggjøring og godkjenning for det komplette grunnprospektet (med endelige vilkår) ved første gangs notering. For påfølgende noteringer på grunnlag av det samme grunnprospekt er tilstrekkelig å oppfylle kravene for endelige vilkår. Endringene antas i det vesentlige å kodifisere etablert praksis.

6.7 Dispensasjon fra prospektplikten i forbindelse med sertifikater mv.

Dispensasjoner fra prospektplikten etter verdipapirhandelloven § 7-6 må etter overføringen besluttes av Finanstilsynet. Dersom utsteder av obligasjoner eller sertifikater som er eller søkes notert på Oslo Børs får slik dispensasjon, må det fremdeles utarbeides et lånedokument etter obligasjonsreglene pkt. 2.9 første ledd, jf. pkt. 3.9.1 annet ledd.

6.8 Noteringsdokument for Oslo ABM ved pålydende under 50.000 euro

Etter gjeldende ABM-regler må noteringsdokument for obligasjoner med pålydende under 50.000 euro tilfredsstille de innholdsmessige kravene til EØS-prospekter.

Oslo ABM er ikke et regulert marked, og opptak til notering utløser således ikke i seg selv plikt til å utarbeide EØS-prospekt. Det anses ikke som en hensiktsmessig løsning at Oslo Børs skal kontrollere noteringsdokumenter etter prospektforordningens krav etter at prospektkontrollen er overført til Finanstilsynet. På denne bakgrunn er reglene endret slik at det dokument som skal utarbeides i tilfeller som nevnt må tilfredsstillende noteringsdokumentkravene i pkt. 2.7.3.

Noteringsdokument for obligasjoner med pålydende under 50.000 euro må følgelig tilfredsstillende kravene oppstilt i eller i medhold av ABM-reglene pkt. 2.7.3.2 første ledd nr. 1-4, pkt. 2.7.3.3, pkt. 2.7.3.4 og 2.7.3.5, uavhengig av om låntager skulle oppfylle unntaksvilkårene oppstilt i pkt. 2.7.3.2 første og annet ledd. Innholdsmessig antas dette i det vesentlige å tilsvare de krav som oppstilles i prospektforordningen.

Dersom det i forbindelse med noteringen gjennomføres et offentlig tilbud som utløser prospektplikt, vil EØS-prospekt godkjent av Finanstilsynet eller annen prospektmyndighet uavhengig av ovennevnte kunne benyttes som noteringsdokument, jf. ABM-reglene pkt. 2.7.4.

7 Øvrige endringer i reglene for aksjeutstedere

7.1 Opptaksreglene

7.1.1 Unntak fra plikten til å utarbeide rapport om reserver mv.

I opptaksreglene for Oslo Børs pkt. 2.7 tredje ledd nr. 2 er det gjort unntak fra plikten til å fremlegge rapport fastsatt i pkt. 3.4 tredje ledd nr. 31 i forbindelse med overføring av notering fra Oslo Axess til Oslo Børs. En tilsvarende endring er gjort i opptaksreglene for Oslo Axess relatert til overføring av notering fra Oslo Børs.

Bakgrunnen er i første rekke at selskapet vil ha utarbeidet slik rapport i forbindelse med opptak til notering på Oslo Axess/Oslo Børs. Unntaket gjelder uavhengig av om det aktuelle selskap er underlagt plikten til å offentliggjøre en årlig reserverrapport etter løpende forpliktelser pkt. 3.8.

7.1.2 Opptak til notering av midlertidig aksjeklasse

I henhold til opptaksreglene for Oslo Børs og Oslo Axess pkt. 2.4.3 annet ledd må opptaksvilkårene være oppfylt for hver aksjeklasse som søkes notert. Dersom et selskap med aksjer notert på Oslo Børs eller Oslo Axess utsteder aksjer i en ny aksjeklasse og søker denne notert, må følgelig også den nye aksjeklassen på selvstendig grunnlag oppfylle samtlige av opptaksvilkårene. Reglens pkt. 3.1 femte ledd gir hjemmel for å fravike opptaksreglens prosessuelle bestemmelser, mens de materielle kravene gjelder fullt ut.

Ovennevnte har etter børsens vurdering gitt enkelte uheldige utslag, særlig i de tilfeller noterte selskaper utsteder nye aksjer som av noen grunn må gjøres til en særskilt aksjeklasse i en kortere eller lengre periode. Etter børsens vurdering bør det ikke være utelukket å ta slike aksjer opp til notering selv om den aktuelle aksjeklassen ikke på selvstendig grunnlag oppfyller alle opptaksvilkårenes krav. På denne bakgrunn er det fastsatt en hjemmel for børsen til å dispensere fra opptaksreglens krav på dette punkt.

For ordens skyld presiseres at børsen ikke kan dispensere i strid med børsloven § 24, eller – for opptak til notering på Oslo Børs – børsforskriften kapittel 2.

7.2 Løpende forpliktelser

7.2.1 Utsatt ikrafttredelse av krav til styresammensetning

Fra 1. januar 2008 ble opptaksreglenes krav til styresammensetning innført som en løpende forpliktelse, men med en overgangsordning for selskaper som var notert på dette tidspunktet. I henhold til løpende forpliktelser pkt. 20 annet ledd gjelder opptaksreglenes krav til styresammensetning som løpende forpliktelse for alle selskaper fra 1. januar 2011.

Oslo Børs arbeider for tiden med sikte på en revisjon av dette opptaksvilkåret, og har på denne bakgrunn utsatt ikrafttredelsesdato for den løpende forpliktelse for selskaper notert før 1. januar 2008 til 1. juli 2012. Et forslag til reviderte regler planlegges sendt på høring i løpet av annet kvartal 2010.

7.2.2 Plikt for vertsstatsutstedere til å videresende flaggemeldinger til Oslo Børs

Det følger av verdipapirhandelloven § 4-2 første ledd at norske flaggeregler gjelder for investorer i selskaper med Norge som hjemstat, jf. tilsvarende rapporteringsdirektivet art. 9.

Av hensyn til gjennomlysninger av markedet, ønsker Oslo Børs å motta flaggemeldinger også for selskaper med Norge som vertsstat. Hverken lov- eller direktivbestemmelser er til hinder for at investorene sender slike flaggemeldinger til Oslo Børs, og i praksis skjer dette i stor grad.

Rettslige plikter og prosedyrer for innsendelse av flaggemeldinger for slike utstedere kan variere mellom ulike EØS-stater, men investorene er uansett forpliktet til å sende flaggemelding til det aktuelle selskap, jf. rapporteringsdirektivet art. 9 og 12.

For å unngå risiko for at flaggemeldinger ikke kommer til markedets kunnskap, innfører Oslo Børs på denne bakgrunn en plikt for selskaper med Norge som vertsstat til å sende mottatte flaggemeldinger til Oslo Børs for offentliggjøring, jf. løpende forpliktelser pkt. 13.2.2 og 13.3.3, begge nytt tiende ledd. Innsendelse skal skje til ma@oslobors.no, og finne sted straks. Innsendelsen skjer på link linje med innsendelse av flaggemeldinger for selskaper med Norge som hjemstat, jf. forskrift 6. desember 2007 nr. 1359.

Plikten gjelder ikke for det tilfelle at den aktuelle flaggmelding allerede er offentliggjort i samsvar med løpende forpliktelser pkt. 5, enten av selskapet selv, den aktuelle investor eller andre.

For ordens skyld presiseres at vilkår for flaggeplikt og flaggeterskler er regulert av reglene i utsteders hjemstat.

7.2.3 Offentliggjøring av innkalling til forstanderskap i børsnoterte sparebanker

Det er i løpende forpliktelser pkt. 1.2 klargjort at sparebanker med børsnoterte egenkapitalbevis har plikt til å offentliggjøre innkalling til både valgmøte og forstanderskapsmøte. Plikten til å offentliggjøre innkalling til forstanderskapsmøte kommer i tillegg til den særskilte plikten til å offentliggjøre enkelte forslag i samsvar med pkt. 3.2.

Videre er det søkt presisert at reglene gjelder uavhengig av om sparebanken benytter benevnelsen "forstanderskap" eller "representantskap".

8 Endringer som følge av Prop. 84 L (2009-2010)

I nevnte proposisjon foreslår Finansdepartementet enkelte endringer i verdipapirhandelloven som foranlediger endringer også i børsens utstederregler. De aktuelle endringer i utstederreglene er fastsatt i denne revisjonsrunden, og trer i kraft samtidig med de øvrige regelendringer.

De aktuelle endringer i utstederreglene er i korthet:

- (i) Meldeplikten etter løpende forpliktelser pkt. 6.1, jf. verdipapirhandelloven § 4-1, gjelder ikke lenger handel i aksjer i samme konsern som utstederselskapet;
- (ii) Det er gjort enkelte justeringer i sanksjonsreglene i løpende forpliktelser og obligasjonsreglene, jf. verdipapirhandelloven kapittel 17, som følge av overføringen av prospektkontrollen til Finanstilsynet;
- (iii) Det er i obligasjonsreglene gjort unntak fra den løpende informasjonsplikten for "disposisjoner foretatt av eller på vegne av en EØS-stat, Den europeiske sentralbank, sentralbank i EØS-stat eller annet myndighetsorgan i slike stater, når disposisjonen er ledd i en EØS-stats penge- eller valutapolitikk eller styring av offentlig gjeld", jf. obligasjonsreglene pkt. 3.2.1.5 og verdipapirhandelloven § 5-1 annet punktum. I praksis er unntaket aktuelt for Norges Bank.

1.5 Børssirkulære 5/2010: Utsatt ikrafttredelse av krav til styresammensetning

I henhold til Løpende forpliktelser pkt. 20 annet ledd gjelder opptaksreglenes krav til styresammensetning som en løpende forpliktelse fra 1. januar 2011 for selskaper notert før 1.1.2008.

Oslo Børs arbeider for tiden med sikte på en mulig revisjon av opptaksvilkåret vedr. styresammensetning. Kort oppsummert vurderer Oslo Børs å foreslå en lemping av kravene til styre og styresammensetning ved i større grad å gjøre dette til en "følg eller forklar"-regulering under kravet om redegjørelse for eierstyring og selskapsledelse, evt. kombinert med nærmere definerte minimumskrav til styreuavhengighet nedfelt i opptaksreglene. Et forslag til reviderte regler vedr. styresammensetning planlegges sendt på høring i løpet av annet kvartal 2010.

På denne bakgrunn vil ikrafttredelsesdato for den løpende forpliktelsen bli utsatt til 1. juli 2012. Den formelle endringen i løpende forpliktelser er omtalt i børssirkulære 4/2010, se sirkulærets pkt. 7.2.1.

For selskaper notert etter 1.1.2008 gjelder fremdeles opptaksreglenes krav til styre og styresammensetning som løpende forpliktelse.

1.6 Børssirkulære 6/2010: Plikt til å anvende IFRS i årsregnskapet for norske utstedere som ikke har konsernregnskapsplikt. Plikt til å etablere revisjonsutvalg for alle utstedere

Innledning

Fra og med 1. januar 2011 utvides plikten til å anvende IFRS også til utstedere som ikke har konsernregnskapsplikt. Fra 1. juli ble det innført et krav om å etablere revisjonsutvalg for alle utstedere, også renteutstedere og utenlandske utstedere. Endringene omtales nærmere nedenfor.

Plikt til å anvende IFRS i årsregnskapet for norske utstedere som ikke har

konsernregnskapsplikt

Den vedtatte endring i regnskapsloven § 3-9 innebærer at foretak med noterte verdipapirer (egenkapital- og renteinstrumenter) som ikke utarbeider konsernregnskap har plikt til å utarbeide årsregnskap etter IFRS, jf. lov om endringer 19. juni 2009 nr. 48. Lovendringen gjelder for regnskapsår som begynner 1. januar 2011 eller senere, jf. res. 19. juni 2009 nr. 693.

Regnskapsspråk i delårsrapporteringen reguleres av verdipapirhandelloven § 5-6 og tilhørende forskrift § 5-5. I følge Finanstilsynet er det etter ordlyden ikke plikt å benytte IFRS i delårsrapportene for 2011 for de foretak som er omfattet av lovendringen. Finanstilsynet og Oslo Børs anbefaler imidlertid at utstedere som går over til IFRS i forbindelse med ovennevnte lovendring også anvender IFRS ved delårsrapporteringen for 2011, og i den forbindelse anvender den internasjonale regnskapsstandard for delårsregnskaper (IAS 34).

Børsen minner om at det kan være behov for tilleggsinformasjon til markedet i forbindelse med overgangen til IFRS.

Plikten til å anvende IFRS vil ikke gjelde for forsikringsselskaper, jf årsregnskapsforskriften for forsikringsselskaper § 1-2.

Videre vil plikten til å anvende IFRS ikke gjelde for følgende låntakere med noterte lån:

- Låntakere som kun har lån notert på Oslo ABM
- Staten
- Norges Bank
- Kommuner og fylkeskommuner
- Kommunale og fylkeskommunale foretak
- Interkommunale selskap
- Interkommunalt samarbeid iht. kommuneloven § 27

IFRS-plikten vil ikke gjelde for garantister for børsnoterte lån, herunder selskaper i samme konsern som låntaker. For å gi investorer best sammenlikningsgrunnlag er det hensiktsmessig at også slike konserngarantister rapporterer etter IFRS.

Kravet om IFRS-rapportering for utsteder gjelder uavhengig av hvem som har garantert for lånet, også der garanti er gitt av stat, kommuner eller fylkeskommuner mv.

Endringen antas å være relevant for mange låntakere med noterte lån. Nedenfor gis derfor ytterligere informasjon relevant for låntakere.

Overføring av lån fra Oslo Børs til Oslo ABM

Låntakere som fra 1. januar 2011 får krav om utarbeidelse av regnskap etter IFRS, men som ønsker å videreføre regnskapsrapportering ved å benytte de ordinære reglene i regnskapsloven (norske regnskapsstandarder), vil ikke lenger tilfredsstille vilkårene for børsnotering. Disse låntakerne vil kunne søke om å overføre notering av lånet fra børsmarkedet til Oslo ABM, etter nærmere prosedyrer gitt i børs sirkulære 4/2006.

Som nevnt i børs sirkulæret må låntaker sende ut tilbakekjøpstilbud før overføring til Oslo ABM kan finne sted, med mindre notering på Oslo ABM er sidestilt med børs i lånekontrakten eller overføring til Oslo ABM er vedtatt av et tilstrekkelig flertall på obligasjonseiermøte. I sirkulæret fremgår det at tilbakekjøpstilbudet skal vedlegges innkalling til obligasjonseiermøte slik at investorene får kjennskap til betingelsene i et

potensielt tilbud før de skal avgi sin stemme på obligasjonseiermøte.

Låntaker kan innkalle til førstegangs obligasjonseiermøte vedrørende overføring til Oslo ABM uten at betingelsene i et eventuelt tilbakekjøpstilbud vedlegges. Det forutsettes i så fall at man i innkallingen til obligasjonseiermøte henviser til at låntaker vil kunne gi tilbakekjøpstilbud hvis nytt obligasjonseiermøte blir gjennomført. Dersom overføring til Oslo ABM ikke vedtas på første obligasjonseiermøte, forutsettes det at låntaker innkaller til nytt obligasjonseiermøte og at tilbakekjøpstilbudet vedlegges denne innkallingen. Oslo Børs anbefaler imidlertid at tilbakekjøpstilbudet vedlegges innkalling til obligasjonseiermøte for førstegangsbehandling av overføring til Oslo ABM.

Det følger av ABM-reglene pkt 2.5 jf børssirkulære 4/2006 at et evt. tilbakekjøpstilbud skal være til markedsriktig pris. Oslo Børs anbefaler at låntaker innhenter tilbud fra minimum tre meglerforetak for avgjørelse av hva som anses å være markedsriktig pris, og at gjennomsnittet benyttes. Disse tilbudene skal på forespørsel fremlegges Oslo Børs. Dersom den prisen som oppgis i tilbakekjøpstilbudet er basert på en swap-rente, bør endelig pris for tilbakekjøpstilbudet regnes ut i fra et gjennomsnitt av minimum tre bankers swap-rente på et forutbestemt tidspunkt for den aktuelle perioden. I tilbudet skal det angis hvilken rentekurve som er lagt til grunn i bankenes swap-rente.

Endring i børsforskriften - Plikt til å etablere revisjonsutvalg for alle utstedere

Børsforskriften § 1 annet ledd krever nå at alle utstedere med noterte finansielle instrumenter på regulert marked skal ha et revisjonsutvalg eller et tilsvarende organ. Merk i denne sammenheng at allerede den 1. juli 2009 trådte endringer i den norske allmennaksjeloven samt i særlovgivningen for forretningsbanker, sparebanker og finansieringsforetak i kraft som blant annet innførte en plikt for norske utstedere organisert etter nevnte lover å etablere revisjonsutvalg dersom disse har verdipapirer notert på regulert marked. For nærmere informasjon, se børssirkulære 4/2009. Ovennevnte endring i børsforskriften er følgelig mest relevant for utenlandske utstedere som har finansielle instrumenter notert på Oslo Børs eller Oslo Axess samt blant annet foretak med noterte obligasjoner eller andre gjeldsinstrumenter notert på Oslo Børs som ikke allerede omfattes av ovennevnte særlovgivning.

Endringene i børsforskriften trådte i kraft 1. juli 2010, men det er fastsatt en overgangsregel, slik at utstederne får frist til etter neste ordinære styrevalg med å innrette seg etter kravet, dog likevel ikke senere enn 30. juni 2011.

Børsen vil senere i 2010 distribuere et sirkulære som beskriver endringen i børsforskriften nærmere.

Hvorvidt endringene nødvendiggjør justeringer i løpende forpliktelser eller obligasjonsreglene vil bli vurdert i forbindelse med neste revisjon av regelsettene.

1.7 Børssirkulære 7/2010: Revidert utgave av Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse

Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES) offentliggjorde 21. oktober 2010 en revidert utgave av den norske anbefalingen for god eierstyring og selskapsledelse av 21. oktober 2009.

NUES-anbefalingen er tilgjengelig på norsk og engelsk. Anbefalingen kan lastes ned fra NUES' hjemmeside, www.nues.no. To eksemplarer vil bli sendt til hvert selskap med post. Ta gjerne kontakt med lise.karlsen@oslobors.no ved behov for ytterligere eksemplarer.

Endringer siden anbefalingen av oktober 2009

Følgende endringer er gjort i anbefalingen:

- Punkt 1 om redegjørelse for eierstyring og selskapsledelse
Det er inntatt en anbefaling om at selskapene, i tillegg til etiske retningslinjer, bør utforme retningslinjer for samfunnsansvar.
- Punkt 4 om likebehandling av aksjeeiere og transaksjoner med nærstående
Ved kapitalforhøyelser der eksisterende aksjeeieres fortrinnsrett fravikes, er det inntatt en anbefaling om at dersom styrets vedtak skjer på bakgrunn av fullmakt fra generalforsamlingen, skal det offentliggjøres en begrunnelse i børsmelding i forbindelse med kapitalforhøyelsen.
- Punkt 7 om valgkomité
Generalforsamlingen bør fastsette nærmere retningslinjer for valgkomitéen.
- Punkt 10 om risikostyring og internkontroll
I forlengelsen av tillegget i punkt 1 anbefales at internkontrollen og systemene også bør omfatte retningslinjene for samfunnsansvar.
- Punkt 12 om godtgjørelse til ledende ansatte
Det er inntatt en anbefaling om at det bør settes et tak på resultatavhengig godtgjørelse.
- Punkt 14 om selskapsovertakelse
Punktet er rendyrket til å rette seg mot målselskapet alene. Videre anbefales det – for ethvert bud – at styret bør innhente en verdivurdering fra uavhengig sakkyndig og at styret avgir en anbefaling om aksjeeierne bør akseptere budet eller ikke.

I tillegg er enkelte av kommentarene revidert, og notene ajourført med gjeldende lover og regler pr. 1. oktober 2010.

Børsens krav til årlig redegjørelse

Selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess skal i følge pkt. 7 i "Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper" gi en samlet redegjørelse for selskapets eierstyring og selskapsledelse i årsrapporten. Redegjørelsen skal omfatte hvert enkelt punkt i anbefalingen. Det skal gis en forklaring der den norske anbefalingen om eierstyring og selskapsledelse ikke er fulgt. Utenlandske og sekundærnoterte selskaper kan gi redegjørelse i forhold til tilsvarende anbefaling som gjelder i den stat der selskapet er registrert eller på selskapets primærmarked.

Selskapene skal rapportere i henhold til den nye anbefalingen fra og med årsrapporten for 2010.

Tilbakemeldinger fra investorer er at selskapenes redegjørelser er et nyttig redskap i deres oppfølging av selskapene. Oslo Børs fører tilsyn med at selskapene oppfyller kravet til å gi redegjørelse. De siste årene har denne gjennomgangen vært stikkprøvebasert. Gjennomgående viser undersøkelsene en god etterlevelse. Selskaper som har vesentlige mangler blir kontaktet av børsen.

Norsk Utvalg for Eierstyring og Selskapsledelse

Norsk Utvalg for Eierstyring og Selskapsledelse (NUES) som utgir anbefalingen vil oppdatere og revidere anbefalingen ved behov. Grunnlaget for slik oppdatering vil være endringer i lover og regler og de erfaringer som gjøres med bruken av anbefalingen. I tillegg vil den internasjonale utviklingen på området bli vurdert. Henvendelser og innspill vedr. anbefalingen kan rettes til info@nues.no.

2. DOMMER 2010

2.1 DNO International ASA – brudd på opplysningsplikt (Oslo tingretts dom 21.12.2010)

1. INNLEDNING

Saken gjelder gyldigheten av Børsklagenemndens vedtak der DNO ASA (senere DNO) ble ilagt overtredelsesgebyr på kr 942 228 for brudd på opplysningsplikten overfor Oslo Børs ASA (senere også børsen).

Stevning kom inn til Oslo tingrett den 17. mars 2010. Tilsvar forelå rettidig den 22. april 2010. Det har deretter vært noen prosesskriv i saken. Hovedforhandling ble holdt den 22. til den 25. november 2010. Det møtte partsrepresentanter, prosessfullmektiger og rettslige medhjelpere og ble hørt to partsrepresentanter og to vitner. Det ble foretatt dokumentasjon og en omfattende gjennomgang av sakens juridiske sider. Advokatene hadde saksfremstillinger og sluttinnlegg.

2. HOVEDPUNKTENE I FAKTUM

Vesentlige deler av faktum og partenes anførsler fremgår av Børsklagenemndens avgjørelse av 17. september 2009 som også inneholder nemndas vurderinger og det vedtak som retten skal prøve gyldigheten av. Avgjørelsen inntas derfor i sin helhet (alt i kursiv er sitat fra avgjørelsen):

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Saken gjelder spørsmål om DNO International ASA (DNO, klager, selskapet) har opptrådt i strid med plikten til uoppfordret og umiddelbart å offentliggjøre insideinformasjon som direkte angår selskapet etter verdipapirhandelloven § 5-2. Videre gjelder saken spørsmål om selskapet har opptrådt i strid med reglene om opplysningsplikt overfor regulert marked i henhold til børsloven § 24 syvende ledd.

Styret i Oslo Børs fattet 17. juni 2009 vedtak med slik konklusjon:

”For brudd på plikten til å offentliggjøre insideinformasjon etter verdipapirhandelloven § 5-2 (1) ilegges DNO International ASA et overtredelsesgebyr på 5 ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 1 177 785 kroner, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 (3) og § 15-1, jf. verdipapirforskriften § 13-1.

For brudd på opplysningsplikten etter børsloven § 24 (7) ilegges DNO International ASA et overtredelsesgebyr på 5 ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 1 177 785 kroner, jf. børsloven § 31.

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnda etter reglene i børsforskriften kapittel 8. Klagefristen er to uker”.

Vedtaket ble påklaget 1. juli 2009 av advokat Leif Tore Rønning i Simonsen advokatfirma

på vegne av DNO. Det er redegjort nærmere for klagen nedenfor under punkt 6.

Oslo Børs (børsen) fikk etter søknad innvilget utsettelse av fristen for å oversende saken til Børsklagenemnden inntil 27. august 2009, jf. børsforskriften § 37 åttende ledd.

Styret i Oslo Børs har vurdert klagen, men har ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble derfor ved brev 27. august 2009 oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Børsklagenemnden behandlet saken i møte 17. september 2009. Ved behandlingen og møtet deltok Bjørg Ven, Filip Truyen, John Giverholt, Trygve Bergsåker og Jøril Mæland.

2. Kort om selskapet

I børsstyrets vedtak 17. juni 2009 pkt. 2 er DNO International ASA beskrevet slik:

"Selskapet leter og utvinner olje og gass. I 2007 ble aktivitetene i Nordsjøen skilt ut. DNO har i dag interesser i England, Yemen, Irak, Guinea, Mozambique og Syria. Selskapet hadde i 2008 en arbeidsstyrke på 496 ansatte der 46 er ansatt i Norge.

Selskapets operasjoner i Yemen sto i 2008 for 60% av DNOs produksjon.

I Irak – nærmere bestemt i Kurdistan regionen – har selskapet i lengre tid ventet på nødvendige eksportlisenser for frakt av olje ut fra feltet til markedet. Selskapet viser i sin årsrapport for 2008 til en forventning om at virksomheten i Irak i vesentlig grad vil bidra til resultatet i fremtiden når selskapet antar å starte full produksjon i 2009.

Selskapets eksponering i Irak målt i forhold til selskapets øvrige virksomhet vurderes av norske analytikere ultimo februar 2009 som en dominerende faktor i selskapet:

NAV (NOK/aksje)	SEB Enskilda	ABGSC	First Securities
	26.02.2009	20.02.2009	25.02.2009
Kurdistan	5,1	6,9	11,3
Yemen	0,8	2,7	2,2
Øvrig	0,7	1,0	1,0
Enterprise value	6,5	10,6	14,4
Netto gjeld	-2,0	-2,1	-2,1
Verdi EK pr. aksje	4,5	8,4	12,3
% Kurdistan av Enterprise value	78 %	65 %	78 %

DNO var det første internasjonale oljeselskap til å starte utvinningsaktivitet i Kurdistan regionen i Irak i 2005. Selskapet samarbeider med Kurdistans

regionale regjering om infrastruktur i området og vurderer også sitt engasjement og investeringer i Irak som viktige, bla. for selskapets kontantstrøm. Det fremkommer i selskapets årsrapport for 2008 side 13 flg. at DNO er klar for en økning i produksjonen fra Tawke-feltet i Kurdistan uten ytterligere investeringer og at dette vil øke kontantstrømmen og dermed gi DNO mulighet til å styrke sin finansielle posisjon.

DNO påpeker også i sin årsrapport for 2008 på side 74 den politiske risikoen i forhold til DNOs interesser i Irak, som beskrives som akseptabel.

DNO har vært notert til handel på Oslo Børs siden 1972.

Administrerende Direktør i selskapet er Helge Eide”.

3. Sakens bakgrunn

Den 10. oktober 2008 solgte DNO 43 873 960 DNO-aksjer fra selskapets beholdning av egne aksjer (heretter omtalt som “transaksjonen”), noe som utgjorde 4,8 prosent av aksjene i selskapet. Kursen ved transaksjonen var NOK 4 per aksje, NOK 0,5 over det som var den noterte aksjekurs.

Oslo Børs undersøkte rutinemessig transaksjonen. I den forbindelse henvendte børsen seg til selskapet i brev 21. november 2008 og stilte en rekke spørsmål. Herunder ble selskapet spurt om hvem som kjøpte aksjeposten, om selskapet vurderte salget som innsideinformasjon og om selskapet hadde vært i kontakt med flere interessenter i forbindelse med salget.

I brev 5. desember 2008 opplyste DNO blant annet at selskapet benyttet sin vanlige megler ABG Sunndal Collier ASA ved transaksjonen. Det ble også opplyst at transaksjonen ble gjort megler til megler, og at selskapet ikke hadde kunnskap om hvem som var eier av aksjene på nominee-kjøperkontoen, men at selskapet ikke hadde grunn til å tro at nærstående sto bak kontoen.

Oslo Børs innhentet opplysninger fra kjøpers megler i forbindelse med transaksjonen. Disse viste at kjøper av aksjene var Kurdistan Regional Government (“KRG”) – the Ministry of Natural Resources. Ordren ble lagt inn av dr. Ashti Hawrami (“Hawrami”), som er minister for naturressurser i Kurdistan. Aksjene som var registrert på nominee-kontoen tilhørte KRG.

I brev 22. desember 2008 til DNO gjentok og utdypet børsen en del av spørsmålene fra forrige brev. Blant annet stilte børsen spørsmål om på hvilken måte DNOs administrerende direktør Helge Eide var involvert i transaksjonen, og hvorvidt han var kjent med identiteten til kjøperen av aksjeposten. Børsen spurte også om kjøperen var en part som selskapet hadde eller ønsket å inngå forretninger, avtaler eller samarbeid med.

DNO opplyste i brev 8. januar 2009 at Helge Eide og DNOs styreleder var involvert i transaksjonen. Videre het det i brevet at selskapet ikke hadde dokumentasjon på hvem endelig kjøper av aksjene var, og at det ikke forelå noen form for avtale i tilknytning til transaksjonen.

I brev 19. januar 2009 viste børsen til at DNO hadde opplyst at selskapet ikke hadde dokumentasjon på hvem endelig kjøper av aksjene var. I brevet heter det videre:

”Børsen har imidlertid mottatt kopi av en e-post som ble sendt fra Helge Eide til

Dr. Ashti den 10. oktober kl. 10.10 med kontaktinformasjon om DNOs megler (ABGSC). Denne e-posten ble deretter videresendt til HSBC i London samme dag kl. 10.37. Det fremgår av e-posten til HSBC at det var oppnådd enighet om en transaksjon som involverte 43 873 960 aksjer til en pris "agreed to in principal" på NOK 4 pr aksje. Det fremgår dessuten at DNO-aksjen på dette tidspunkt ble omsatt i markedet til en lavere kurs enn dette".

E-postkorrespondanse mellom kjøpers megler, Hawrami og Helge Eide i tilknytning til transaksjonen er gjengitt nedenfor under pkt. 5.1 i forbindelse med redegjørelsen for børsens vedtak.

I ovennevnte brev 19. januar 2009 ba børsen også om en redegjørelse fra DNO for prosessen som førte frem til e-posten 10. oktober 2008 fra Helge Eide. Flere av spørsmålene fra børsens tidligere brev ble dessuten gjentatt.

DNO skrev i brev 29. januar 2009 blant annet at prosessen forut for aksjesalget var at selskapet hadde hatt kontakt med flere potensielle kjøpere. I brevet fremkommer også:

"En av disse kontaktene var Dr. Ashti som Helge Eide hadde en dialog med. Dr Ashti var kontaktperson for en aktuell kjøper. Som vi antar Oslo Børs kjenner til er Dr. Ashti Minister for Natural Resources i Kurdistan Regional Government (KRG). Den nevnte e-post var en bekreftelse på volum og pris som Dr. Ashti skulle bringe videre til kjøperen samt kjøpers megler. Som vi tidligere har orientert om, har DNO ikke dokumentasjon på hvem endelig kjøper/kjöpere av aksjene var".

I brev 11. februar 2009 til DNO uttalte børsen at den hadde fått opplyst fra annet hold at kjøper av den aktuelle aksjeposten var KRG v/Ministry of Natural Resources, og at kjøpsordren ble plassert av Hawrami, Minister of Natural Resources, KRG. Videre skrev børsen at den ikke hadde noen indikasjoner på at Hawrami la inn ordren på vegne av noen annen part enn KRG. Børsen ba DNO om dokumentasjon som eventuelt kunne bekrefte selskapets opplysning om at Hawrami kun var mellommann og ikke representant for den endelige kjøperen.

DNO uttalte i brev 23. februar 2009 at selskapet i sin kommunikasjon med Hawrami hadde forståelse av at han ikke hadde fullmakt til å gjennomføre den mulige transaksjonen, og at han derfor må ha opptrådt som mellommann, men at selskapet ikke hadde dokumentasjon på dette. Videre het det i samme brev at DNO ikke vurderte dialog om et mulig salg av en aksjepost på under 5 prosent til KRG eller andre som innsideinformasjon, og at enhver spekulasjon om kjøperens identitet ville kunne virke villedende på markedet.

I brev 11. mars 2009 opplyste børsen at den ville kreve at DNO identifiserte mottaker av aksjene, jf. børsforskriften § 16 og løpende forpliktelser pkt. 2.8. I samme brev ble det gitt forhåndsvarsel om pålegg om offentliggjøring av opplysningene.

DNO skrev i brev 13. mars 2009 selskapet ikke kunne forstå børsens oppfatning om at det forelå en "presis opplysning" om at KRG var kjøper av aksjeposten, jf verdipapirhandelloven § 5-2, og at en identifikasjon av KRG som kjøper ville kunne være villedende. Selskapet ba videre om en tilbakemelding fra børsen om hvilke faktiske forhold børsen mente tilsa at KRG utvetydig kunne identifiseres som kjøper av aksjene. DNO skrev videre at selskapet ville vurdere å gi melding til børsen underhånden, jf. verdipapirhandelloven § 5-3.

I brev 23. mars 2009 uttalte børsen at den vurderte DNOs kunnskap om transaksjonen/motparten som meldepliktig innsideinformasjon, og ga DNO pålegg om

offentliggjøring. I brevet fremkommer blant annet følgende:

“... I meldingen må dato, antall aksjer og kurs på transaksjonen fremgå. Videre må det faktum at det ble solgt fra selskapets egen beholdning og forhandlet direkte med kjøper fremgå tydelig sammen med identitet på kjøperen av aksjene”.

Fristen for offentliggjøring ble satt til 25. mars 2009 kl. 12. Det ble i samme brev opplyst at en unnlattelse av å etterkomme pålegget kunne medføre overtredelsesgebyr.

DNO skrev i brev 25. mars 2009 blant annet at selskapet mente det ikke var grunnlag for å identifisere Hawrami som “kjent motpart”. Selskapet mente videre at det ikke kunne være riktig at det var uten betydning om Hawrami handlet for egen del, som mellommann, på vegne av KRG eller andre interesserte. DNO kunne heller ikke se at faktum i saken entydig støttet opp om børsens konklusjon når det gjaldt påvirkning av aksjekursen. Avslutningsvis i brevet anmodet DNO børsen om å oversende dokumentasjon på hvem som var eier av aksjene. DNO meddelte også at selskapet på ny ville kontakte Hawrami for å se om det var mulig å oppklare hvem den reelle kjøperen var. Selskapet ba videre om utsatt frist for offentliggjøring.

Den 26. mars 2009 var det etter initiativ fra DNO et møte mellom selskapet og børsen, der det blant annet ble diskutert hva en eventuell børsmelding måtte inneholde.

I e-post 26. mars 2009 fastholdt børsen at det forelå meldepliktig innsideinformasjon. Videre het det i e-posten at børsen ikke kunne gi utsettelse av plikt til offentliggjøring, men at børsen hadde forståelse for at selskapet måtte områ seg, slik at arbeid med sanksjon ikke ville bli iverksatt før neste torsdag.

30. mars 2009 oversendte DNO utkast til melding til børsen. I utkastet viste selskapet til at det hadde hatt kontakt med flere potensielle kjøpere, direkte eller indirekte, inkludert en representant for KRG, og at selskapet ikke hadde dokumentasjon om kjøperens identitet.

Oslo Børs meddelte i e-post 30. mars 2009 at utkastet etter børsens syn ikke tilfredsstilte pålegget, og at følgende to punkter måtte belyses i meldingen:

- navn og/eller stilling (Dr)
- at forhandlingene resulterte i transaksjonen.

I brev 2. april 2009 til børsen skrev DNO at selskapet hadde vært i kontakt med Hawrami, som hadde opplyst at kjøperen var et ennå ikke identifisert ikke-kurdisk industriselskap. I brevet het det også at DNOs oppfatning var at Hawramis rolle i transaksjonen hadde vært å være formidler, og at han således ikke hadde opptrådt i egenskap av å være minister for naturressurser i Kurdistan. Selskapet mente det ikke var grunnlag for å informere markedet om Hawramis formidlerrolle eller om identiteten til kjøperen, og ba børsen om å oppheve pålegget.

I e-post 2. april 2009 opplyste Oslo Børs at børsen opprettholdt pålegget om offentliggjøring av DNOs kunnskap om Hawramis rolle i forbindelse med salget av aksjeposten.

I en annen e-post samme dag foreslo Oslo Børs en minimumsmelding, der Hawramis navn var nevnt og der det fremgikk at forhandlingene med potensielle kjøpere resulterte i transaksjonen den 10. oktober 2008, slik at saken kunne avsluttes.

DNO offentliggjorde 6. april 2009 en børsmelding. I meldingen fremgår følgende avslutningsvis:

"Genel Enerji has also advised DNO that it has a beneficiary ownership of around 4.8% of the DNO International ASA shares, which were bought in the last quarter of 2008."

I brev samme dag til Oslo Børs skrev DNO at selskapet hadde funnet ut at kjøperen av DNOs post av egne aksjer fjerde kvartal i 2008 var det tyrkiske selskapet Genel Enerji. I brevet het det videre at DNO mente man nå hadde klart å avdekke de faktiske forhold knyttet til aksjene, og at man dermed var i stand til å sende en melding som fullt ut var fyllestgjørende. DNO ba deretter om en bekreftelse fra børsen om at pålegget var oppfylt.

Den 6. april 2009 sendte børsen slik e-post til DNO:

"Vi har notert meldingen fra i dag tidlig og papiret er tatt av intensivert overvåkning. På grunn av ferieavvikling ber jeg om å få komme tilbake over høytiden vedr. formelt tilbakekall av pålegg".

I e-post 8. mai 2009 og brev 7. mai 2009 til selskapet uttalte børsen at den hadde vurdert innholdet i meldingen fra selskapet, og at børsen kunne ikke se at selskapet hadde etterkommet børsens pålegg. I brevet ble det også varslet om at børsen hadde igangsatt arbeid med overtredelsessak.

I brev 8. juni 2009 imøtegikk DNO børsens forhåndsvarsel om sanksjoner.

Børstyret fattet 17. juni 2009 vedtak om overtredelsesgebyr med slik konklusjon som er gjengitt ovenfor under punkt 1. Øvrige opplysninger om klagesaken fremgår ovenfor under punkt 1, og det vises til fremstillingen der.

4. Rettslig grunnlag

4.1. Informasjonsplikt til markedet

Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) § 5-2 første ledd lyder:

"Utsteder skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § 3-2 første til tredje ledd".

Innsideinformasjon er definert slik i verdipapirhandelloven § 3-2 første ledd:

"Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet".

Verdipapirhandelloven § 3-2 annet og tredje ledd inneholder definisjoner av henholdsvis "presise opplysninger" og "opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart":

"(1) Med presise opplysninger menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning

om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.

(2) Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning”.

4.2. Utsatt offentliggjøring

I verdipapirhandelloven § 5-3 første ledd er det bestemmelser om utsatt offentliggjøring mv. av innsideinformasjon:

”Utsteder kan utsette offentliggjøring av opplysninger som nevnt i § 5-2 første ledd for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt, jf. § 3-4”.

I § 5-3 annet ledd er vilkåret i bestemmelsens første ledd om ”legitime interesser” utdypet.

4.3. Opplysningsplikt overfor regulert marked

Børsloven § 24 syvende ledd første punktum inneholder regler om utstедers opplysningsplikt overfor regulert marked. Bestemmelsen lyder:

”Regulert marked kan kreve at utsteder av finansielle instrumenter som er eller søkes tatt opp til handel, utstедeres tillitsvalgte og ansatte uten hinder av taushetsplikt gir regulert marked de opplysninger som er nødvendig for at markedet skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter”.

4.4. Sanksjoner

Overtredelse av reglene om løpende informasjonsplikt i verdipapirhandelloven § 5-2 kan sanksjoneres med overtredelsesgebyr av Kredittilsynet, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd. Kompetansen til å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på reglene om løpende informasjonsplikt er delegert fra Kredittilsynet til regulert marked, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd tredje punktum, jf. § 15-1 annet ledd annet punktum og verdipapirforskriften § 13-1.

Regulert marked kan i medhold av børsloven § 31 ilegge overtredelsesgebyr for brudd på reglene i børsloven.

Det følger av børsforskriften § 31 annet ledd bokstav a at overtredelsesgebyr for utstедere ved overtredelse av børsloven maksimalt kan utgjøre 10 ganger årlig kursnoteringsavgift for hver overtredelse som kan sanksjoneres med overtredelsesgebyr.

5. Oslo Børs´ vedtak

I vedtak 17. juni 2009 redegjør børsstyret for selskapet, sakens bakgrunn, rettslig grunnlag og DNOs anførsler. Børsstyret går deretter over til å vurdere det konkrete saksforholdet opp mot regelverket i tilknytning til henholdsvis informasjonsplikt, opplysningsplikt overfor børsen og sanksjoner, se nærmere om dette nedenfor under pkt. 5.1, 5.2 og 5.3.

I vedtak 27. august 2009 kommer børsstyret med merknader til noen av anførselene i klagen, jf. pkt. 5.4 nedenfor.

5.1 Informasjonsplikt

Børsstyret legger i vedtaket 17. juni 2009 pkt. 6.1 til grunn at selskapet har betydelig eksponering mot virksomheten i Irak. I vedtaket heter det:

"Som følge av usikkerhet og på denne tiden, manglende eksportlisens for olje, som blant annet var avhengig av forhandlingene mellom KRG og sentralregjeringen i Bagdad, var og er DNOs aksjekurs svært følsom for nyheter fra Irak generelt og Kurdistan spesielt som omhandler oljeeksport fra regionen. I analyser av selskapet fra tilfeldig valgte meglerhus fra februar 2009 er det konsensus at eksportlisens fra Irak er svært viktig for prising av selskapets aksjer".

Børsstyret uttaler videre:

"... Som eksempel kan nevnes at aksjen steg ca. 20 % torsdag 19. mars 2009 fra morgenen etter melding på REUTERS og i Dagens Næringsliv om uttalelser om forhandlingene mellom KRG og sentralregjeringen i Bagdad for senere å falle noe utover dagen.

Børsen bemerker at partene i Irak-forhandlingene synes å være oppmerksomme på hvilken påvirkningskraft deres uttalelser har i prisingen av DNO aksjen. Den irakiske oljeministeren uttalte til REUTERS den 11. mars 2009 om Eides uttalelser til pressen om forventninger til eksport: "These are media statements which aim to affect the share prices of the company".

I vedtaket heter det videre:

"Dr. Hawrami er minister i selvstyingsregjeringen i den kurdistske region av Irak. Som det fremgår under, legger børsen til grunn at ministeren for naturressurser i KRG, Dr. Ashti A. Hawrami, direkte foresto kjøpet av aksjene. KRGs og Hawramis rolle i forhandlingene med myndighetene i Bagdad innebærer at informasjon om aksjedisponering som Hawrami eller noen han handler på vegne av må antas å være egnet til å påvirke kursen på DNO aksjen merkbart, jfr. verdipapirhandelloven. § 3-2 (1). Dette gjelder særlig når det er selskapet selv som selger.

Børsen legger til grunn at en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte det faktum at ministeren for naturressurser i Kurdistan har kjøpt i underkant av 5 % av aksjene i selskapet som del av grunnlaget for egen investeringsbeslutning, jfr. verdipapirhandelloven. § 3-2 (3). Om han har handlet for egen del, som mellommann, på vegne av KRG eller for andre interesserte i Irak/Bagdad er av underordnet betydning for denne vurdering. Det avgjørende er at en sentral person i forhandlingene rundt spørsmålet om eksportlisens fra området i Irak som ministeren for naturressurser, har kjøpt DNO-aksjer etter avtale med DNOs ledelse".

Børsstyret uttaler deretter at ministeren, eller noen som står ham så nær at han foresto handelen for dem, etter dette vil ha en betydelig egeninteresse i at DNO skal lykkes i Kurdistan, samt et tilleggsincitament i KRGs forhandlinger om eksport av olje og i andre DNO-relaterte spørsmål med sentralregjeringen i Bagdad.

Børsen viser videre til at HSBC på forespørsel fra Oslo Børs har opplyst at deres klient i transaksjonen var KRG v/ministeriet for naturressurser, og at ordren var plassert hos dem av Hawrami. Instruksene om kjøp kom fra KRGS e-postadresse. HSBC har opplyst at aksjene som er registrert på nominee-kontoen tilhører KRG.

Når det gjelder spørsmålet om hvem som foresto kjøpet, viser børsstyret til e-post 10. oktober 2008 fra DNOs administrerende direktør Helge Eide til Hawrami, der følgende fremkommer:

*"From: Helge Eide [mailto:Helge.Eide@dno.no]
Sent: 10 October 2008 10:10
To: krgoil.com_aaa
Subject: Share Purchase*

Dear Dr. Ashti,

*Our broker in Norway is ABG Sundal . The contact person is Per Ivar Hagestuen.
His E-Mail is
per.hagestuen@abgsc.no
and his mobile telephone is +47 9060 4783.
HSBC need to communicate with him on the transaction.
Kind regards,*

Helge Eide".

Denne e-posten er videresendt fra Hawrami til kjøpers megler i HSBC med følgende tekst:

*"Dear Phil,
Details of the broker for DNO have been provided to me by DNO (see email below).*

The total number of the treasury shares involved are 43,873,960. The price we have agreed to in principal is NOK 4.00 per share, thus a total price of NOK 175,495,840.

Phil before proceeding I will call you just to clear one other matter with you because the shares are trading at much lower price today!

Ashti"

Basert på ovennevnte e-poster legger børsstyret til grunn at ministeren for naturressurser i KRG har forestått kjøpet direkte etter samtaler med DNO. Børsstyret viser til at Helge Eide selv har instruert Hawrami om fremgangsmåte, kontaktperson og meglerforbindelse. Salget av 43 873 960 DNO-aksjer til NOK 4 per aksje var resultat av denne kontakten.

Børsstyret uttaler videre i vedtaket at kunnskap om motpart ved et salg av selskapets egne aksjer normalt ikke er innsideinformasjon i seg selv, men etter omstendighetene kan være det. Deretter siteres følgende fra børssirkulære 2/2008 pkt. 3.2:

"Kjøp og salg av egne aksjer, samt omstendigheter tilknyttet dette, kan være relevant i forhold til reglene om informasjonsplikt i verdipapirhandelloven kapittel 5 og børsreglene

"løpende forpliktelser". Kravet til god børsskikk i børsforskriften § 14 og løpende forpliktelser punkt 2.2, kan også være relevant i forhold til handel med egne aksjer."

I vedtaket heter det videre at det er uvanlig at selskapets egenbeholdning av aksjer selges til enkeltinvestorer. En slik disposisjon vil kunne ha likhetstrekk med en rettet emisjon. Styrevedtak om rettede emisjoner skal angi hvem som skal kunne tegne de nye aksjene, jf. allmennaksjeloven § 10-1, jf. § 10-17. En slik beslutning skal i henhold til børsens løpende forpliktelser pkt. 3.2 nr. 3d offentliggjøres av selskapet. Siden denne saken formelt dreier seg om et aksjesalg og ikke en emisjon, gjelder plikten ikke, men ovennevnte viser at opplysninger om selskapets motpart anses å være av interesse for markedet.

Videre heter det i vedtaket:

"Transaksjonen er gjennomført med egne aksjer mot en kjent motpart. Person, tidspunkt og antall aksjer er forhandlet, aksjene er overført og penger er mottatt og må etter dette anses å utgjøre konkret og presis informasjon, jfr. verdipapirhandelloven § 3-2 nr. 2.

Etter børsens vurdering forelå det på denne bakgrunn en risiko for lekkasje av kurssensitiv informasjon, en risiko som ville utlignes ved offentliggjøring.

Vedrørende forholdet til utsatt offentliggjøring bemerkes at transaksjonen er avsluttet og at DNO i korrespondanse med børsen, har anført at selskapet ikke har andre avtaler med ministeren i forbindelse med transaksjonen. Vilkårene for utsatt offentliggjøring etter verdipapirhandelloven. § 5-3 er derfor ikke til stede".

Børsstyret uttaler deretter at børsen gjentatte ganger har bedt DNO om å offentliggjøre detaljer om transaksjonen. For en nærmere gjennomgang av korrespondansen mellom børsen og klager vises til pkt. 3 ovenfor.

DNO etterkom etter børsens oppfatning ikke pålegget. I møte 26. mars 2009 diskuterte DNO og børsen hva en børsmelding måtte inneholde. DNOs utkast til børsmelding 30. mars 2009 ble ikke akseptert av børsen, fordi det ikke identifiserte Hawrami som instrumentell i handelen. Børsen foreslo 2. april 2009 en minimumsmelding for å ta høyde for selskapets anførsel om at Hawrami hadde opptrådt som mellommann for en ikke-identifisert kjøper. Forslaget fra børsen lød som følger:

"With reference to the Mandatory Notice of Trade released on 10 October 2008, DNO International ASA ("DNO") sold 43 873 960 treasury shares at NOK 4 per share. This was approximately NOK 0,5 above the level which the shares were trading at the day of the transaction. The shares are held in a nominee account in UK.

During the process leading to the sale of treasury shares DNO had contacts with several potential buyers (directly or indirectly), including Dr. Ashti A. Hawrami ("Dr. Hawrami"). The negotiations with Dr. Hawrami resulted in the trade. As a result of the contact with Dr. Hawrami during the process prior to the sale of shares, Oslo Stock Exchange has requested DNO to disclose Dr. Hawrami as instrumental in the transaction. As these shares are held under a nominee account DNO has no documentation which can confirm the identity of the purchaser of the shares."

DNO offentliggjorde 6. april 2009 en børsmelding om KRGs overdragelse til det tyrkiskregistrerte selskapet Genel Enerji av en 25% tredjepartsinteresse i

produksjonsdelings-kontrakt vedrørende Tawke, der følgende fremgår I siste avsnitt:

"Genel Enerji has also advised DNO that it has a beneficiary ownership of around 4.8% of the DNO International ASA shares, which were bought in the last quarter of 2008."

I følge vedtaket var ministerens/KRGs rolle ikke berørt i børsmeldingen, og børsen kan ikke se at selskapet ved dette eller på annen måte har etterkommet børsens pålegg. Meldingen behøver heller ikke etter ordlyden å relatere seg til den aktuelle transaksjonen.

Aksjene har i følge vedtaket stått på KRGs konto i hele perioden, men er i løpet av våren 2009 solgt ut i markedet, slik at de forhold som utgjorde innsideinformasjon ikke lenger er like aktuelle.

5.2 Opplysningsplikt overfor børsen

I vedtaket pkt. 6.2 redegjøres det for det faktum børsen mener begrunner brudd på reglene om utsteders opplysningsplikt overfor børsen, jf. børsloven § 24 syvende ledd. I den forbindelse redegjør børsen for korrespondansen mellom børsen og selskapet. I foreliggende vedtak er korrespondansen gjennomgått ovenfor under pkt. 3, og det vises til fremstillingen der.

I vedtaket pkt. 6.2 uttaler børsen oppsummeringsvis:

"I sin kommunikasjon med Oslo Børs om forholdet til innsideinformasjon har selskapet vært svært tilbakeholdne med å gi opplysninger, det er først når man får forståelse av at børsen allerede har kunnskap om dette, man omtaler forholdet til Hawrami. Selskapets ufullstendige svar har i vesentlig grad vanskeliggjort børsens lovpålagte plikter som kontrollorgan.

Selskapet har unnlatt å opplyse om forholdet til Hawrami og omtalte handelen som en regulær megler til megler transaksjon til tross for at man var kjent med Hawramis rolle og posisjon, og måtte forstå at børsen hadde behov for disse opplysningene for å gjøre sine vurderinger av informasjonsplikt. Børsen fører tilsyn med overholdelse av informasjonsplikt, jfr. verdipapirforskriftens § 13-1. DNO har med det brutt sin opplysningsplikt, jfr. børslovens § 24 (7)."

5.3 Sanksjon

Når det gjelder spørsmålet om sanksjon viser børsstyret i vedtaket pkt. 7 til de rettslige grunnlagene for overtredelsesgebyr.

Børsen uttaler videre:

"Brudd på plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon etter verdipapirhandelloven § 5-2 (1) utgjør et alvorlig brudd på selskapets plikter og medfører at markedet ikke får berettigede opplysninger som er viktig for prisingen av selskapets aksjer."

Det fremgår av vedtaket at børsstyret ved vurdering av sanksjon har sett hen til avgjørelser i lignende saker. Deretter gjennomgås relevant praksis fra børsen og Børsklagenemnden knyttet til brudd på plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon.

Når det gjelder overtredelsen av plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon, legger

børsen i skjerpene retning vekt på at overtredelsen foregikk over et lengre tidsrom og at skadepotensialet var betydelig, samt at den tilbakeholdte informasjonen logisk gikk rett inn i de forhold som et samlet analytikerkorps mener priser selskapet. Ytterligere i skjerpene retning legger børsen vekt på at selskapet først trosset børsens antydninger om behov for å offentliggjøre melding, og senere ikke rettet seg etter et uttrykkelig pålegg.

Når det gjelder brudd på opplysningsplikten overfor børsen, viser børsen til at selskapet over lang tid har trenert saksbehandlingen og vanskeliggjort børsens undersøkelser. Overtredelsen fremstår også som forsettlig. Børsen bemerker videre at det er viktig at det reageres strengt av hensyn til børsens lovpålagte kontrollfunksjon og forebyggende oppgaver i kursnoteringen.

I vedtaket vises det deretter til relevant praksis fra børsen og Børsklagenemnden i forbindelse med brudd på informasjonsplikten overfor børsen.

Børsen tar ved utmålingen av overtredelsesgebyret hensyn til at to regelsett er overtrådt.

Selv om det ikke er noen ramme på 10 ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på reglene om opplysningsplikt, har børsen i sin praksis likevel forholdt seg til en slik ramme.

Selskapets kursnoteringsavgift for 2009 er NOK 235 557.

Børsstyret traff deretter vedtak med slik konklusjon som er gjengitt ovenfor under punkt 1.

5.4 Børsens merknader til klagen

I vedtak 27. august 2009 har børsstyret kommet med merknader til noen av klagers anførsler.

Når det gjelder anførselene om at det er begått saksbehandlingsfeil fordi børsen skal ha bundet sin vedtakskompetanse, er børsen ikke enig med klager i at e-post 6. april 2009 kan tas til inntekt for at det er inngått noen avtale om børsmelding. I den aktuelle e-posten bebuder børsen å komme tilbake til selskapet med en avgjørelse etter påsken 2009. Børsstyret mener videre at en enkel tilbakemelding under saksbehandlingen fra en saksbehandler naturligvis heller ikke kan binde børsstyrets sanksjonskompetanse. Børsstyret uttaler videre:

"Børsen tillater seg i denne forbindelse å påpeke det grunnleggende i at Oslo Børs ikke kan unnta selskap fra informasjonsplikt der vilkårene for utsatt offentliggjøring ikke er til stede og at ansvaret for å publisere slik melding fullt ut påhviler selskapet som besitter melde-pliktig innsideinformasjon. Informasjonsplikt etter verdipapirhandelloven § 5-2 ligger hos selskapet og selskapet alene".

Børststyret mener det ikke foreligger saksbehandlingsfeil ved børsens behandling, og at i den utstrekning det skulle foreligge feil, har dette ikke kunnet påvirke utfallet av saken eller selskapets informasjonsplikt, en plikt som etter børsens oppfatning oppsto senest på salgstidspunktet i oktober 2008.

Når det gjelder klagers anførsler knyttet til børsens rettsanvendelse, påpeker børsstyret at utgangspunktet for informasjonsplikten er at enhver type opplysning kan utgjøre

insideinformasjon, jf. pkt. 16 i fortalen til markedsmisbruksdirektivet. Det er intet i direktivet eller norske regler som tilsier at opplysninger som kan være omfattet av annen melde- eller opplysningsplikt er unntatt. Formålet med flaggereglene kan ikke tilsi at ikke også andre aksjeerverv enn de flaggepliktige kan være informasjonspliktig.

Videre finner børsen det naturlig at transparency-direktivet art. 6 presiserer at informasjonsplikten i transparency-direktivet gjelder i tillegg til informasjonsplikten etter markedsmisbruksdirektivet, fordi transparency-direktivet art. 6 gjelder utsteders plikt til å offentliggjøre informasjon, mens flaggereglene i art. 9 og 10 i hovedsak retter seg mot investorer som ikke er underlagt informasjonsplikt. Det er dermed ikke behov for tilsvarende presisering. Siden det ikke foreligger noen motstrid mellom informasjonsplikten og flaggereglene, får lex specialis og lex posterior prinsippene heller ikke anvendelse.

I forbindelse med klagers anførsel om at børsens sanksjonskompetanse etter verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd er i strid med EU-rettslige regler, uttaler børsen:

"... Informasjonsplikten gjennomfører markedsmisbruksdirektivet art. 6, jf. eksempelvis departementets vurdering i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) om gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet pkt. 9.5 og departementets vurdering i Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 13.2.5. Som påpekt av klager, åpner Market Abuse direktivet art. 12 for at sanksjonskompetansen kan delegeres, noe også lovgiver har lagt til grunn ved at verdipapirhandelloven. § 17-4 tredje ledd tredje punktum åpner for delegasjon av sanksjonskompetansen til regulert marked. Uten klare holdepunkter for noe annet legger vi til grunn at Stortingets lovvedtak er i overensstemmelse med EU-retten. Børsen kan på denne bakgrunn ikke se at det er i strid med EU-retten at børsen gjennom lov er tillagt sanksjonskompetanse".

I tilknytning til klagers anførsler om at boten er for høy uttaler børsen følgende:

"Børsen vil påpeke at et gebyrnivå knyttet til kursnoteringsavgiften, som igjen er fastsatt ut fra selskapets markedsverdi, nettopp ivaretar hensynet til konkret rimelighet og proporsjonalitet. Koblingen til kursnoteringsavgiften er dessuten vurdert av departementet gjennom fastsettelsen av børsforskriften § 31 (2) og i tråd med langvarig praksis hos børsen og Børsklagenemnden...

... Klager anfører at overtredelsesgebyr etter verdipapirhandelloven § 5-2 vil kumulere overtredelsesgebyr etter børslovens § 31, for det samme rettsfaktum. I sin form har overtredelsesgebyrene ett pønalt preg og en analogi til strafferetten gir at bestemmelsene som verner forskjellige hensyn som hovedregel kan anvendes i konkurrans.

Børsstyrets vedtak retter seg mot handlinger og en unnløtelse som rammes av to regelsett med forskjellige formål. I det ene gir man feil opplysninger på forespørsel fra børsen. Unnløtelsen av å offentliggjøre insideinformasjon utgjør den andre. Etter dette skal rettsfølgene av vedtaket ikke kumuleres, konsumeres eller avkortes. Det bemerkes at en konsekvens av DNOs anførsel om kumulering vil gjøre det risikofritt å gi tilsynsmyndigheten feilaktige svar".

6. Klager har i hovedsak anført følgende

Klagen gjelder både rettsanvendelsen, subsumsjonen og saksbehandlingen, herunder feil i faktum. Klager anfører videre at boten er for høy.

6.1 Saksbehandlingsfeil

DNO mener at det foreligger saksbehandlingsfeil fordi Oslo Børs må anses å ha bundet sin vedtakskompetanse knyttet til overtredelsesgebyr.

I henhold til børsens pålegg 23. mars 2009 skulle DNO offentliggjøre identiteten på kjøperen av aksjene. Problemet for DNO var at selskapet ikke hadde kunnskap om kjøperens identitet, og DNO har derfor hele tiden ment at det ikke forelå grunnlag for å pålegge selskapet å identifisere kjøperen. Saken ble diskutert i møte med børsen 26. mars 2009. DNO fremholdt i møtet at markedet ville bli best informert dersom det ble klarlagt hvem kjøperen var, i stedet for å si noe vagt om at agenten hadde hatt en eller annen rolle. Etter DNOs syn ga børsen til tilslutning til disse synspunktene i møtet. DNO mener det ble avtalt at selskapet skulle ta kontakt med agenten for å se om det var mulig å få informasjon om reell kjøper fra ham, og at selskapet fikk en uke til dette, frem til 2. april 2009, noe som ble bekreftet i e-post fra Oslo Børs 26. mars 2009. I løpet av helgen 3. – 5. april fikk DNO informasjon om at Genel Enerji var kjøper av aksjene. Dette ble meldt til markedet 6. april 2009. I e-post samme dag fra Simonsen advokatfirma uttrykte selskapet at det anså saken for avsluttet, og vedla børsmeldingen av 6. april 2009. Børsen svarte samme dag med slik e-post:

“Vi har notert meldingen fra i dag tidlig og papiret er tatt av intensivert overvåkning. På grunn av ferieavvikling ber jeg om å få komme tilbake over høytiden vedr. formelt tilbakekall av pålegg”.

Korrespondansen synes bevisst å være unndratt fra saksunderlaget fra børsstyrets vedtak.

Først 8. mai 2009 hørte DNO fra Oslo Børs igjen. Da kom, besynderlig nok, en e-post om at børsen mente pålegget ikke var etterkommet.

DNO mener ovennevnte tilsier at det forelå en forståelse eller avtale mellom DNO og børsen, og at DNO har etterkommet avtalen. Etter selskapets oppfatning har børsen med dette bundet sin sanksjonskompetanse, og vedtakene må anses ugyldige.

Det anføres også at børsen har anvendt feil faktum som grunnlag for de slutninger børsen har trukket ved vurderingen av om verdipapirhandelloven § 5-2 er overtrådt, jf. nedenfor. Forskjellig rettsfaktum kan her lede til forskjellige rettslige konklusjoner. Det innebærer at vedtaket knyttet til verdipapirhandelloven § 5-2 er ugyldig pga saksbehandlingsfeil.

6.2 Verdipapirhandelloven § 5-2 – feil rettsanvendelse og subsumsjon

6.2.1 Hvilken informasjon må det anses bevist at DNO har hatt?

Beviskrav

I Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), særmerknadene til verdipapirhandelloven § 17-4 fremgår at beviskravet ved vedtak om overtredelsesgebyr er kvalifisert sannsynlighetsovervekt.

Faktum iht børsens vedtak

I vedtaket fra Oslo Børs synes man ikke helt å klare å bestemme seg for hvilket faktum som skal legges til grunn. Det virker som om børsen sammenblander informasjon som børsen selv åpenbart har sittet på med informasjon som DNO har sittet på, uten at det er redegjort nærmere for de bevismessige forhold knyttet til dette. I vedtaket pkt. 1 heter det for eksempel:

"... ved å unnlate å offentliggjøre at selskapet solgte en betydelig aksjepost i DNO til Kurdistan Regional Government ("KRG")..."

Under punkt 3 annet avsnitt i vedtaket synes børsen imidlertid å legge til grunn at det er agenten selv (Hawrami) som har kjøpt aksjer:

"...Oslo Børs undersøkte rutinemessig transaksjonene og fant at forhandlingene om salget var forestått av DNOs administrerende direktør direkte mot ministeren for naturressurser i KRG".

Ut fra vedtaket er det ikke mulig å fastslå om børsen har lagt til grunn at det (i) er KRG som har kjøpt (og senere solgt) aksjene, (ii) at agenten selv har kjøpt (og senere solgt) aksjene, eller (iii) at agenten kun har vært en mellommann for tredjemanns (presumptivt Genel Enerjis) kjøp av aksjene, eller varianter av dette. Uten en klar oppfatning av faktum er det etter DNOs oppfatning vanskelig å foreta korrekte rettslige slutninger.

Faktum som kan anses bevist iht klager

Utgangspunktet for DNOs salg av egne aksjer i oktober 2008 var problemer med å finne en fortsatt finansiering av disse. Finanskrisen var en medvirkende årsak til dette. Klager understreker at formålet med salget ikke var å plassere en strategisk post på en samarbeidspartner. DNO var i kontakt med flere potensielle kjøpere. Oslo Børs synes å presumere at kontakten med agenten (Hawrami) primært var som representant for KRD, men dette er ikke riktig. Selskapet var i kontakt med agenten i hans egenskap av å være en person med bred kontaktflate, herunder mot investorer med interesse for "oljeeksponering", og med mulighet for å lede til en kjøper av aksjene.

DNO mener det ikke er riktig å identifisere agenten som "motpart" i transaksjonen. Det eneste man eventuelt kan si, er at agenten synes å ha spilt en rolle i forbindelse med istandbringelsen av transaksjonen, men man har ikke hatt nærmere informasjon om hvilken rolle agenten har spilt. DNO kan ikke se at børsen har fremlagt dokumentasjon for noe annet.

Den informasjon børsen har innhentet i sakens anledning er innhentet gjennom børsens kontrollhemler, og indikerer ikke at DNO satt på tilsvarende informasjon.

6.2.2 Prinsipalt: Den aktuelle informasjon er ikke innsideinformasjon i henhold til EU-rettslige regler

Direktiv 2003/6/EF (Market Abuse-direktivet) har regler om markedsmanipulasjon og forbud mot innsidehandel, og er implementert i verdipapirhandelloven kapittel 3. Direktiv 2004/109/EF (transparency-direktivet) inneholder regler om flagging som er implementert i verdipapirhandleloven §§ 4-2 og 4-3.

Børsen har lagt til grunn at DNOs kjennskap til transaksjonspart kan utgjøre innsideinformasjon, og dermed skal offentliggjøres. DNO mener at det EU-rettslig må være slik at transparensdirektivet uttømmende regulerer hvilken informasjon om transaksjonsparter som skal offentliggjøres, og at det ikke er ytterligere grunnlag for offentliggjøring av slik informasjon etter Market Abuse-direktivet.

I fortalen til Market Abuse-direktivet pkt. 26 berøres eksplisitt problemstillingen knyttet til aksjetransaksjoner hvor en transaksjonspart i seg selv kan tenkes å være informasjonsbærer. Uttalelsen i fortalen omhandler primærinnsidere, og dersom andre typer transaksjonsparter skulle kunne være informasjonsbærere, kunne og burde også dette vært regulert.

Formålet med reglene om flagging er å sørge for at relevant informasjon om transaksjonsparter kommer til markedet. Transparency-direktivet må anses å regulere uttømmende plikten til offentliggjøring av informasjon om transaksjonsparter, og slik informasjon kan ikke offentliggjøres for poster under 5 prosent. Beholdninger under grensene anses ikke interessante for markedet, og er heller ikke er meldepliktige. Transparency-direktivet er både lex posterior og lex specialis i forhold til Market Abuse-direktivet i denne sammenhengen.

I transparency-direktivet art. 6 nr. 1 er forholdet til markedsmisbruksdirektivet artikkel 6 eksplisitt koordinert vedrørende "interim management statements". Et tilsvarende unntak i forhold til Market Abuse-direktivet er ikke inntatt hva gjelder flaggebestemmelser i art. 9 eller 10. Dette tyder på at det ikke er rom for offentliggjøring av transaksjonsparter i henhold til Market Abuse-direktivet.

Det er ikke holdepunkter i verdipapirhandellovens forarbeider for at norske myndigheter, dersom de har kompetanse til det, har ønsket annet enn å foreta en implementering av direktivene i tråd med ovennevnte.

Børsen pretenderer at agenten og/eller KRG er part i transaksjonen. Ettersom de i så fall vil inneha en aksjepost under 5 prosent av aksjene i DNO, er det ikke EU-rettslig grunnlag for å offentliggjøre partsinformasjonen, og DNO kan dermed heller ikke pålegges meldeplikt etter verdipapirhandelloven § 5-2.

6.2.3 Prinsipalt: Den aktuelle informasjonen kan uansett ikke anses som innsideinformasjon etter norsk rett

For at det skal foreligge innsideinformasjon etter verdipapirhandelloven § 3-2, må det foreligge opplysninger som er tilstrekkelig spesifikke til å kunne påvirke kursen på de finansielle instrumentene. Klager mener lovens vilkår ikke er oppfylt i saken, og at forholdet derfor ikke var meldepliktig etter verdipapirhandelloven § 5-2, jf. § 3-2.

Det foreligger ikke informasjon som er spesifikk nok til å kunne trekke slutninger om kurspåvirkning. Det faktum at agenten hadde en eller annen rolle i forbindelse med transaksjonen, er ikke tilstrekkelig. For at det i det hele tatt skal kunne legges til grunn et kurspåvirkningspotensiale, må det i det minste etableres en "interesse" for agenten knyttet til aksjeposten. Og dette beror som et minimum på hvem den reelle og ukjente kjøperen er.

Børsen argumenterer for at enhver informasjon om situasjonen i Irak var egnet til å påvirke kursen. Men børsen har ikke konkretisert hvilke slutninger som kan gjøres mht kursen i forhold til at agenten og/eller KRG var eier. Faktum er at dette forhold overhodet ikke endrer DNOs rettighetsposisjon overfor den aktuelle parten. Videre er det slik at spørsmålet om eksport har vært avhengig av avklaringer med sentralregimet i Bagdad. Dessuten er det grunn til å merke seg at børsen synes å ha informasjon om at aksjene er solgt videre.

6.2.4 Subsidiært: Det ville foreligget unntak fra offentliggjøring etter verdipapirhandelloven § 5-3 inntil forholdet mistet sin aktualitet

Klager mener at de omstendigheter som Oslo Børs pretenderer (aksjeeie hos agenten og/eller KRG), samt den etterfølgende utvikling i saken med realisasjon av aksjeeiet, burde rettferdiggjort en underhånden melding, jf. verdipapirhandelloven § 5-3. Oslo Børs har uriktig motsatt seg slik melding i brev 23. mars 2009. En underhånden melding ville

ført til at det eventuelt informasjonspliktige forhold bortfalt. Dermed ville det ikke oppstått grunnlag for å hevde brudd på verdipapirhandeloven § 5-2.

Utgangspunktet er at DNO må ha en grad av diskresjon til selv å vurdere sine legitime interesser, så lenge vilkårene for utsatt offentliggjøring er til stede (hemmelighold og ikke villedning). Klager kan ikke se at verdipapirhandeloven § 5-3 gir børsen kompetanse til å overprøve klagers skjønnsmessige vurdering om egne legitime interesser, så sant argumentasjonen fra DNO fremstår som relevant.

Klager kan heller ikke se at det faktum at transaksjonen fra børsens side pretenderes å være avsluttet i seg selv er et argument mot underhånden melding. Det etterfølgende saksforløp har dessuten vist at transaksjonen ikke var helt avsluttet, i betydningen at et eventuelt eierskap kun synes å ha vært midlertidig.

Det fremstår også som finansielt uforståelig at den pretenderte reelle eier skulle selge aksjene i DNO like i forkant av at DNO sto overfor en sannsynlig avklaring av eksportspørsmålet. Det indikerer at det er langt fra sikkert at et eventuelt aksjeinnehav har vært noe annet enn formelt.

Dersom børsen hadde akseptert DNOs underhånden melding, ville saksforløpet blitt at aksjene var blitt solgt videre. Salget ville ført til at informasjonen mistet sin relevans. Da ville det heller ikke vært grunnlag for å hevde at det forelå brudd på verdipapirhandeloven § 5-2.

6.2.5 Atter subsidiært: Børsens bøtekompetanse i henhold til verdipapirhandeloven § 17-4 fjerde ledd er i strid med EU-rettslige regler

Børsens kompetanse til å ilegge overtredelsesgebyr i henhold til verdipapir-handeloven § 17-4 tredje ledd, jf. § 15-1 annet ledd, er etter klagers oppfatning i strid med EU-rettslige regler.

I Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 22.1.5 legger departementet til grunn at transparency-direktivet artikkel 24 nr. 2 bokstav h åpner for at tilsynsmyndighetens kontroll med "information referred to in this Directive" kan delegeres til regulert marked. DNO mener departementets forslag til delegasjon til Oslo Børs bygger på feil direktivgrunnlag, og at Norge ikke har kompetanse etter relevante EU-rettslige regler til å foreta slik delegasjon.

Klager mener at riktig delegasjonshjemmel antakelig ikke kan finnes i transparencydirektivet, men må søkes i enten Market Abuse-direktivet eller MiFID-direktivet (2004/39/EF).

Market Abuse-direktivet har bestemmelser om sanksjoner i art. 14, og art. 12 åpner antakelig opp for en viss delegasjon "under the competent authority's responsibility".

MiFID har klare begrensninger når det gjelder muligheter til å delegere myndighetsoppgaver, jf. fortalen pkt. 58 og direktivet art. 48 nr. 2, se også art. 41 og art. 43.

DNO viser videre til Kredittilsynets høringsuttalelse i Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 22.2.4, der blant annet følgende uttales:

"Uansett hvorledes dette måtte stille seg i forhold til Norges forpliktelser etter markedsmisbruks- og transparencydirektivet, vil et slikt selvregulerende regime "utenpå" det offentligrettslige, kunne virke uheldig.".....

Ettersom Kredittilsynet etter gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet er kompetent myndighet for den løpende informasjonsplikten, og regelverket må tas inn i ny verdipapirhandelloven., kan det synes naturlig at Kredittilsynet gis kompetanse til å ilegge overtredelsesgebyrer for mindre alvorlige brudd på den løpende informasjonsplikten..."

I "etterarbeider" har Kredittilsynet nok en gang foreslått at Kredittilsynet bør ha sanksjonskompetanse, jf. et frittstående, etterfølgende høringsnotat 28. november 2008 utarbeidet av Kredittilsynet med tittelen "Utredning om endringer i tilsynet med norske markedsplasser som følge av EU-regelverk" pkt. 6.3.

Klager mener at Kredittilsynets uttalelser støtter klagers vurdering om at det antakelig ikke foreligger tilstrekkelig EU-rettslig hjemmelsgrunnlag for børsens sanksjonskompetanse.

6.2.6 Atter subsidiært – bøtenivået er satt for høyt

Ved utmåling av overtredelsesgebyr skal det etter ordlyden i verdipapirhandelloven § 17-4 legges særlig vekt på overtredelsens omfang og virkninger og graden av skyld. I lovens forarbeider heter det at overtredelsesgebyr skal utmåles individuelt.

Både i markedsmisbruksdirektivet (fortalen pkt. 38 og art. 14 nr. 1) og MiFID art. 51 nr. 1 fremgår det at myndighetssanksjonene skal være avskrekkende, proporsjonale og konsistente.

DNO mener det er tvilsomt om en praksis der bøtenivået knyttes til kursnoteringsavgiften tilfredsstillende kravene til proporsjonalitet og konsistens. I den endelige vurderingen av bøtenivå bør dette hensyntas i formildende retning for DNO.

Klager mener utmålingen av overtredelsesgebyr er for streng i foreliggende sak sammenlignet med tidligere praksis.

DNO kan ikke se at Børsklagenemndens sak 2/2006 gir relevante holdepunkter for gjeldende sak.

Børsen har i vedtaket fremhevet at overtredelsen foregikk over et langt tidsrom. Klager mener at børsen må ta sin del av skylden for det. Børsen pretenderte innledningsvis at DNO satt på informasjon som børsen senere gikk tilbake på. Da klager offentliggjorde børsmelding 6. april 2009, skrev børsen i e-post samme dag at den skulle komme tilbake til saken, men det gikk en måned før børsen kommuniserte at den likevel mente at pålegget ikke var etterkommet. Dessuten forsøkte DNO å melde informasjonen underhånden, noe børsen motsatte seg.

DNO er sterkt uenig i at selskapet skal ha trosset Oslo Børs.

DNO kan ikke se at det er relevant å gradere forholdet ut fra relevansen av den tilbakeholdte informasjon.

For øvrig må det være klart at den aktuelle informasjonen ikke har tilflyttet markedet og endog må anses å ha mistet sin betydning. Dette må også telle i formildende retning.

6.3 Børsloven § 24 syvende ledd, jf. § 31 – feil rettsanvendelse og subsumsjon

Når det gjelder overtredelsesgebyret med hjemmel i børsloven § 31, jf. § 24 syvende ledd, anfører klager at børsen i vedtaket forutsetter at det faktisk foreligger brudd på

verdipapirhandelloven § 5-2, jf. vedtaket på nest siste side, nest siste avsnitt. Dersom Børsklagenemnden skulle komme til at det ikke foreligger brudd på verdipapirhandelloven § 5-2, er det vanskelig å se at børsens vedtak er tilstrekkelig begrunnet på dette punkt.

Videre anfører klager at gebyr etter verdipapirhandelloven § 5-2 kumulerer gebyr etter børsloven § 31 for det samme rettsfaktum. I motsatt fall får man overtredelsesgebyr to ganger for samme forhold. Dette må følge av alminnelige rettskildemessige harmoniseringsprinsipper som *lex specialis*.

Klager skriver videre:

”DNO er av den oppfatning at dette også støttes opp av relevante EU-rettslige kilder. Det vises i denne sammenheng til vår redegjørelse under punkt 3.6 i det foregående hvor det ble hevdet at Oslo Børs’ bøtekompetanse knyttet til verdipapirhandelloven § 17-4, jfr § 15-1 annet ledd var i strid med EU-rettslige regler. I den grad det vedtas bøter iht børsloven § 31 knyttet til det samme rettsfaktum, må betraktningene under punkt 3.6 gjøre seg gjeldende med tilsvarende styrke knyttet til slike vedtak”.

Subsidiært, for det tilfellet at Oslo Børs har bøtekompetanse, anføres det at boten er for høy. En bot på 10 ganger kursnoteringsavgiften kan ikke rettferdiggjøres i lys av tidligere praksis.

DNO mener videre at de formildende forhold som klager har vist til ovenfor under pkt. 6.2 må få tilsvarende relevans.

7. Børsklagenemndens vurdering

7.1 Faktum

Børsklagenemnden vil først redegjøre for det faktum som må anses bevist gjennom den frem-lagte dokumentasjon, og som nemnden vil legge til grunn i sin avgjørelse av saken.

DNO ønsket i oktober 2008 å selge sin beholdning av egne aksjer av finansielle grunner. I den forbindelse ble det tatt kontakt med flere potensielle kjøpere, deriblant Dr. Ashti Hawrami, ministeren for naturressurser i Kurdistan Regional Government (KRG) som etter det opplyste skal ha en bred kontaktflate blant investorer med interesse for denne type aksjer. Det var DNOs adm.dir. Helge Eide som hadde kontakten med Hawrami, og denne resulterte i enighet om en pris på NOK 4,00 pr. aksje ved salg av DNOs aksjepost. Ut fra hva DNO forsto, opptrådte Hawrami som mellommann, og de ble ikke orientert om hvem kjøperen var. Salget ble utført den 10. oktober 2008 gjennom DNOs megler ABG Sundal Collier og kjøpers megler HSBC og ble umiddelbart meldt til Oslo Børs, med oppgave over antall aksjer, pris og at aksjeposten dreide seg om samtlige av DNOs egne aksjer.

Gjennom Oslo Børs’ undersøkelser rundt transaksjonen, ble DNO bedt om å gi nærmere opplysninger om prosessen som førte til salg, hvilke rådgivere som opptrådte på begge sider, på hvilken måte Helge Eide var involvert og eventuelt andre personer som var involvert i prosessen. Det vises til hva som er referert foran under punkt 3 fra børsens brev til selskapet av 21. november og 22. desember 2008. I sine svar av henholdsvis 5. desember 2008 og 8. januar 2009 redegjorde DNO i svært generelle ordelag om prosessen som førte til salget.

DNO anfører at Dr. Ashti Hawrami kun var kontaktperson for en potensiell kjøper, men selskapet har ikke hatt noen kunnskap om hvem den endelige kjøper var. Børsen skrev i brev til DNO av 11. februar 2009 at de gjennom andre kilder hadde fått vite at KRG var kjøper. Dette var basert på opplysningen fra HSBC om at KRG var innehaveren av aksjene på nominee-kontoen hos HSBC. DNO slo seg ikke til ro med dette, og ba børsen dokumentere at dette var korrekt. Det var så i mars diskusjoner mellom børsen og selskapet om hva som skulle kunngjøres for ikke å villedde mer enn veilede markedet. I brev av 25. mars 2009 til børsen mener DNO at "det eneste man ved en viss grad av rimelighet kan si er at Hawrami har (eller synes å ha) spilt en rolle ift istandbringelsen av transaksjonen (uten at hans rolle dermed klart kan identifiseres)".

Diskusjonen endte med at DNO tok kontakt med Hawrami i begynnelsen av april 2009 for om mulig å avklare endelig kjøpers navn. De ble da orientert om at kjøperen var et ikke-kurdisk industriselskap, og noen dager senere, den 6. april, ble navnet på det tyrkiske selskapet Genel Enerji gjort kjent for dem. DNO sendte samme dag ut børsmelding om at dette selskapet innehadde en aksjepost av samme størrelse som den som ble solgt 10. oktober 2008.

Når de overtok aksjeposten er noe uklart. I børsmeldingen av 6. april opplyses at Genel Enerji siden 4. kvartal 2008 har hatt "a beneficiary ownership of around 4.8 % of the DNO International ASA shares". Det er i saken fremlagt e-post og sluttsetler som viser at HSBC har solgt DNO-aksjene fra nominee-kontoen ut i markedet fra begynnelsen av april til 8. mai 2009.

Børsklagenemnden må etter dette legge til grunn at DNO har kjent til Hawramis rolle som mellommann/formidler i transaksjonen, men at de ikke har visst noe om hvem som faktisk var kjøper før i 2009.

7.2. Spørsmålet om det foreligger innsideinformasjon

Basert på det faktum at DNO ikke har kjent kjøpers navn blir spørsmålet om DNO har forsømt sin plikt til å offentliggjøre innsideinformasjon ved at markedet skulle vært orientert om Hawramis rolle som mellommann ved aksjetransaksjonen den 10. oktober 2008.

Det vises til definisjonen av innsideinformasjon foran under pkt. 4.1. Foreliggende spørsmål for Børsklagenemnden er dermed om Hawramis rolle som mellommann i den transaksjonen som foregikk den 10. oktober 2008 var en presis opplysning som er egnet til å påvirke kursen på DNOs aksjer. I utgangspunktet er det ikke vanlig å gi markedet informasjon om en formidler eller mellommann i aksjetransaksjoner. Det gjelder selv om det er selskapets egen beholdning av aksjer som selges.

I dette tilfellet er den aktuelle mellommannen minister for naturressurser i Kurdistans regionale regjering, og både DNO og markedet ventet på selskapets eksportlisens for olje fra Tawke-feltet i Kurdistan. Det er derfor åpenbart at presise opplysninger knyttet til en slik eksporttillatelse ville være innsideinformasjon.

Spørsmålet er om Dr. Ashti Hawramis rolle i transaksjonen på denne bakgrunn skal ses på som innsideinformasjon. Det er den irakske sentraladministrasjonen i Bagdad som utsteder eksportlisenser, og KRG v/Hawrami er part i forhandlingene med sentralregjeringen om slike lisenser. Børsen har lagt vekt på at hvis KRG/Hawrami var kjøper av aksjeposten, som tilsvarte en eierpost på 4,8 % i selskapet, ville de ha en egen interesse i å oppnå et vellykket resultat av lisensforhandlingene.

Børsklagenemnden har vært i tvil om opplysningen om Hawramis rolle er

innsideinformasjon.

Nemnden legger til grunn at DNO aldri har hatt positiv kunnskap om at KRG eller Hawrami har eid aksjene. Hawramis rolle som mellommann ville også ha vært av interesse dersom det hadde vært mulig å fastslå at dette ville få betydning for DNOs oppnåelse av lisens. Opplysningene om Hawramis rolle er imidlertid ufullstendige i forhold til de antatt kursensitive omstendigheter. Opplysninger som omfattes av innsidebegrepet må etter verdipapirhandelloven § 3-2 annet ledd være "tilstrekkelig spesifikke". Her må legges til grunn at det knytter seg stor usikkerhet til hvordan en slik posisjon, ja selv den eierposisjon som børsen har vist til, ville hatt innvirkning for resultatet i lisensforhandlingene, hvor det er sentraladministrasjonen som bestemmer. Det er altså snakk om en omstendighet eller begivenhet av indirekte karakter.

I grensedragningen for hva som er innsideinformasjon, er Børsklagenemnden kommet til at DNOs kunnskap om Hawramis rolle som mellommann ikke kan sies å være "presise opplysninger" i den forstand at det dreier seg om "opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen ..."

Børsklagenemnden vil derfor konkludere med at de opplysninger DNO satt med frem til de fikk vite hvem som hadde kjøpt aksjene i begynnelsen av april 2009, ikke utgjorde innside-informasjon i lovens forstand.

Børsklagenemnden trenger dermed ikke ta standpunkt til spørsmålet om utsatt offentliggjøring eller anførselen fra DNOs side om saksbehandlingsfeil ved at Oslo Børs skulle ha bundet sin vedtakskompetanse knyttet til overtredelsesgebyr i forhold til informasjonsplikten. Det er for Børsklagenemnden heller ikke nødvendig å ta standpunkt til selskapets EØS-rettslige anførsler i denne forbindelse.

7.3. Brudd på opplysningsplikten

Her blir spørsmålet om DNO har brutt sin opplysningsplikt etter børslovens § 24 (7) ved å unnlate å besvare enkelte av de spørsmål som ble bedt besvart i den undersøkelsen som ble iverksatt av Oslo Børs i november 2008.

I henhold til børsloven § 24 (7) har børsen rett til, uten hinder av taushetsplikt, å kreve opplysninger fra utsteder av finansielle instrumenter som er nødvendige for at børsen "skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter". Børsen har ansvaret for å overvåke markedet, og må i den anledning ha mulighet for å innhente opplysninger fra de selskaper som er notert på børsen.

For å kunne utføre sine lovpålagte plikter som kontrollorgan, må børsen ha et relativt fritt skjønns med hensyn til hvilke opplysninger de må innhente, så lenge de holder seg innenfor hva som kan være saklig og relevant for den vurderingen som skal foretas. Selv om Børsklagenemnden under punkt 7.2 konkluderer med at DNO ikke satt på innsideinformasjon som skulle vært meddelt markedet, må det være opp til børsen å bestemme hvilke opplysninger de finner det nødvendig å innhente for å skaffe seg tilstrekkelig grunnlag til å foreta sin egen vurdering av dette spørsmålet. Det selskap som blir bedt om å gi opplysninger, kan ikke utøve noen sensur med hensyn til hvilke spørsmål de anser relevante og ønsker å svare på; da ville børsens kontrolloppgave lett bli underminert.

Det er på det rene at DNO har unnlatt å gi fyldestgjørende svar på Oslo Børs' henvendelser i november og desember. Særlig grovt er det at selskapet unnlater å

opplyse om sin kontakt med Dr. Ashti Hawrami i forkant av transaksjonen, når de blir stilt et så spesifikt spørsmål som i brevet av 22. desember 2008. I hele korrespondansen mellom Oslo Børs og DNO var sistnevnte svært tilbakeholden med å gi opplysninger. Selv om DNO skulle ha oppfattet spørsmålene som utidige, er de i børslovens § 24 pålagt en plikt til å gi børsen informasjon. Børsen må, som nevnt, gis et visst spillerom med hensyn til hvilke opplysninger som anses nødvendige. Børsklagenemnden kan ikke se at Oslo Børs her har gått utover det som må aksepteres.

Børsklagenemnden finner etter dette at DNO har overtrådt plikten etter børslovens § 24 (7) til å gi Oslo Børs de opplysninger børsen har etterspurt.

7.4. Sanksjon

Børsklagenemnden finner altså ikke å kunne konstatere brudd på meldeplikten etter verdipapirhandeloven § 5-2. Derimot er opplysningsplikten i børsloven § 24 (7) brutt. Det er av stor betydning at utstederne av finansielle instrumenter som handles på Oslo Børs overholder sin opplysningsplikt overfor børsen, fordi det er helt nødvendig å kunne kreve, og få, fyldestgjørende svar fra selskapene for at børsen skal kunne utføre sine kontrollfunksjoner. Børsklagenemnden finner derfor at brudd på denne plikten, selv om det står alene, også bør medføre illeggelse av overtredelsesgebyr i medhold av børsloven § 31 av preventive hensyn.

Oslo Børs har for denne overtredelsen ilagt et gebyr på 5 ganger årlig kursnoteringsavgift. Alvoret i bruddet stiller seg etter Børsklagenemndens oppfatning noe annerledes når nemnden, i motsetning til børsen, ikke har funnet at transaksjonen involverte innsideinformasjon som skulle vært brakt videre til markedet. Som nevnt ovenfor i punkt 7.3 er det likevel et grovt brudd på opplysningsplikten til børsen fra selskapets side. Børsklagenemnden finner derfor at gebyret passende kan settes til 4 ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. NOK 942 228.

Børsklagenemnden traff deretter slikt enstemmig

vedtak:

Oslo Børs vedtak i saken av 17. juni 2009 oppheves.

For brudd på opplysningsplikten etter børsloven § 24 (7) ilegges DNO International ASA et overtredelsesgebyr på 4 ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 942 228 kroner, jf. børsloven § 31."

3. SAKSØKERS PÅSTAND OG PÅSTANDSGRUNNLAG

Saksøker har lagt ned slik påstand:

1. Børsklagenemndens vedtak 17. september 2009 kjennes ugyldig.
2. DNO International ASA tilkjennes erstatning fra Oslo Børs ASA oppad begrenset til kr 452 550 med tillegg av forsinkelsesrenter fra forfall til betaling skjer.
3. DNO International ASA tilkjennes sakens omkostninger.

Vedtaket fra Børsklagenemnden om overtredelsesgebyr etter børsloven § 31 for brudd på børsloven § 24 (7) er ugyldig på grunn av feil lovanvendelse.

DNO mener børsen i denne saken har opptrådt overfor DNO som tilsynsmyndighet etter delegasjon. Hjemmel for dette tilsynet er i verdipapirhandelloven og ikke i børsloven. Børsen og Børsklagenemnden har feilaktig lagt til grunn at all korrespondanse mellom børsen og DNO i perioden fra 21. november 2008 til 23. februar 2009 kan inngå i vurderingen av om det foreligger et brudd på opplysningspliktbestemmelsen i børsloven § 24 (7) og i vurderingen om det skal ilegges et overtredelsesgebyr etter børsloven § 31.

Selv om børsen kunne opptre etter børsloven, må det gjelde et selvinkrimineringsvern tilsvarende vernet i verdipapirhandelloven § 15-3 femte ledd også i børsloven. Selvinkrimineringsvernet følger uansett av EMK, jf. lov om styrking av menneskerettighetenes stilling i norsk rett.

DNO er ikke pålagt noen opplysningsplikt i denne saken. Det må kreves et konkret pålegg for at en slik plikt skal oppstå.

Børsloven § 31 gir uansett ikke hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på den opplysningsplikt som kan oppstå i medhold av børsloven § 24 (7) slik børsen og Børsklagenemnden har forutsatt i vedtaket.

Dersom det foreligger rettslig grunnlag for å ilegge overtredelsesgebyr er overtredelsesgebyret satt for høyt, da børsen og Børsklagenemnden ikke i tilstrekkelig grad har tatt hensyn til tidligere gebyrpraksis, og videre at de på uriktig måte har ansett svarene for DNO for å være en trenering av prosessen og en vanskeliggjøring av undersøkelsene.

Børsen er ansvarlig for de advokatkostnader DNO er påført som en følge av vedtaket. Alle vilkårene for erstatning er oppfylt. Det er ikke grunnlag for medvirkning.

4. SAKSØKTES PÅSTAND OG PÅSTANDSGRUNNLAG

Saksøkte har lagt ned slik påstand:

1. Oslo Børs ASA frifinnes.
2. Oslo Børs ASA tilkjennes saksomkostninger.

Børsen har rettslig adgang til å ilegge en utsteder overtredelsesgebyr etter børsloven § 31 for brudd på vedkommendes opplysningsplikt etter børsloven § 24 (7). Dette gjelder også i saker hvor børsen blant annet har undersøkt om det foreligger overtredelse av verdipapir-handelloven § 5-2 eller § 5-3. Børsen er i børsloven med tilhørende forskrifter pålagt omfattende kontrolloppgaver. Den har herunder både rett og plikt til å undersøke forhold knyttet til eksempelvis foretatte transaksjoner, jf særlig børsloven § 27 og børsforskriften §§ 18-21.

DNOs salg av egne aksjer 10. oktober 2008 skjedde til en kurs som avvek fra aksjens ordinære kursbilde, og børsens markeds- overvåking iverksatte nærmere undersøkelser. Som ledd i disse undersøkelsene sendte børsen 21. november 2008 brev til DNO med en rekke spørsmål om transaksjonen. DNO hadde etter børsloven § 24 (7) plikt til å gi de opplysningene som var nødvendige for at børsen skulle kunne oppfylle sine lovpålagte plikter. I sitt svarbrev ga imidlertid DNO uriktige og villedende opplysninger, og unnlot dessuten å besvare samtlige spørsmål som var blitt stilt. Det samme gjentok seg da børsen sendte et oppfølgingsbrev til DNO i desember 2008. For disse bruddene på opplysnings-plikten ble DNO ilagt overtredelsesgebyr etter børsloven § 31.

I børsloven § 24 (7) kan det ikke innfortolkes et selvinkrimineringsvern som medfører at

utsteders opplysningsplikt er innskrenket og derfor ikke brutt i dette tilfellet. Heller ikke selvinkrimineringsvernet etter Den europeiske menneskerettighetskonvensjonen (EMK) får anvendelse i det foreliggende tilfellet. Selvinkrimineringsvernet etter EMK gjelder ikke for foretak, og gir uansett ikke rett til å gi uriktige eller villedende opplysninger. Videre forutsetter vernet at det foreligger en "criminal charge", noe som ikke var tilfellet da børsen sendte sine brev i november og desember 2008. Selvinkrimineringsvernet er dessuten relativt, og gir ikke et børsnotert selskap anledning til å unnlate å gi børsen de opplysninger som er nødvendige for at børsen skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter.

Overtredelsesgebyret er korrekt utmålt. Det er tale om grove brudd på DNOs opplysningsplikt overfor børsen. DNO har ikke krav på erstatning for utgifter til advokat i forvaltningssaken, da det ikke er grunnlag for dette.

5. RETTEN SER SLIK PÅ SAKEN

I

Informasjonsplikten er børsnoterte selskapers plikt til uoppfordret og umiddelbart å offentliggjøre innsideinformasjon.

Opplysningsplikten er børsnoterte selskapers plikt til å gi visse opplysninger til Oslo Børs eller Finanstilsynet.

Retten finner grunn til å nevne at det bl.a. i forarbeider til relevante lovendringer ikke fullt ut har vært benyttet dette skillet mellom begrepene informasjonsplikt og opplysningsplikt.

Styret i Oslo Børs ila DNO overtredelsesgebyr både for brudd på informasjonsplikten ved ikke å offentliggjøre innsideinformasjon og for brudd på opplysningsplikten ved ikke å gi børsen nødvendige opplysninger – i begge tilfeller knyttet til DNOs egsalg av 4,8 % av selskapets totale antall aksjer til en pris på NOK 4 som var mer enn 10 % over børskursen samme dag, og der formidleren av aksjeposten var Ashti Hawrami som var og er minister for naturressurser i Kurdistan Regional Government (KRG).

DNO er stor eier i en oljebrønn i Kurdistan i Irak og var av de første utenlandske oljeselskapene i regionen. Oljen fra brønnen kan selges innenlands, men ikke eksporteres uten samtykke fra de sentrale irakske myndighetene i Bagdad. Slikt samtykke forelå ikke da aksjehandelen fant sted.

Børsklagenemnden konkluderte med at det ikke forelå brudd på informasjonsplikten idet nemnda la til grunn at DNO ikke var kjent med hvem som faktisk var kjøper av posten, men kom til at det forelå brudd på opplysningsplikten ved at DNO hadde unnlatt å gi Oslo Børs fyllestgjørende svar på børsens skriftlige henvendelser i november og desember 2008.

DNOs søksmål er knyttet til den del av Børsklagenemndens vedtak som gjelder illeggelse av gebyr for brudd på opplysningsplikten. Etter børsloven § 43 er Oslo Børs rett saksøkt. Saken er etter dette konsentrert om opplysningsplikten overfor børsen.

Retten omtaler faktum i kapittel II, de juridiske sider ved børs- og verdipapirlovgivningen i kapittel III, noen særlige innsigelser i kapittel IV, overtredelsesgebyrets størrelse i kapittel V, konklusjon vedrørende vedtakets gyldighet i kapittel VI, erstatningskravet i kapittel VII og sakskostnader i kapittel VIII.

II

Oslo Børs ble privatisert i 2001 og er organisert som et allmennaksjeselskap. Virksomheten som børs er underlagt konsesjon fra Finanstilsynet. Etter at det ble åpnet for konkurranse på dette området, er børs også kalt regulerte markeder.

Oslo Børs har i forbindelse med sin operative løpende markedsovervåking investert i avanserte elektroniske overvåkingssystemer. Til systemet er det knyttet ca. 100 automatiske sanntids alarmer som varsler avviksaktivitet. I løpet av ett år utløses 40 000 – 50 000 alarmer der de aller fleste har enkle forklaringer av markedskarakter. I ca. 10 % av tilfellene blir det tatt kontakt med markedsaktørene, og i 1 – 2 % av tilfellene blir det iverksatt grundige undersøkelser. Oslo Børs sanksjonerer deretter i gjennomsnitt i ca. 1/10 av de sakene der det blir iverksatt grundige undersøkelser – fortrinnsvis med advarsel, men i noen tilfeller per år med overtredelsesgebyr. De groveste tilfellene rapporteres til Finanstilsynet som også vurderer mulig politianmeldelse.

Når det gjelder faktum i denne saken, viser retten i det vesentlige til Børsklagenemndens fremstilling – særlig kapitlene 3 og 7.

Ved at rettssaken gjelder opplysningsplikten overfor børsen, blir det imidlertid ikke nødvendig for retten å ta standpunkt til hvilken faktisk kunnskap DNO hadde om kjøperen på de enkelte stadier av børsaken. Retten finner i denne sammenheng grunn til å påpeke at det fremstår som lite tvilsomt at dersom DNO hadde vært kjent med at KRG var kjøper av aksjeposten, ville dette ha vært innsideinformasjon som markedet umiddelbart skulle ha vært informert om.

DNO var uansett kjent med at Kurdistans minister for naturressurser var mellommann/formidler i transaksjonen, og prisen for aksjene ble satt av DNO i samtale med ministeren.

I brev fra børsen datert 21. november 2008 ble DNO bedt om en redegjørelse for prosessen som førte frem til DNOs børs melding den 10. oktober 2008 om at selskapet har solgt 43 873 960 egne aksjer for NOK 4 per aksje. Videre ba børsen bl.a. om kommentar til pris og kom med en forespørsel om hvem som var kjøper.

I DNOs svarbrev datert den 5. desember 2008 ble det ikke opplyst noe om Kurdistans minister, hans rolle og kontakten med ham, og det ble ikke opplyst at det var DNO som hadde satt prisen i samtale med ministeren. Det ble hevdet at transaksjonen ble "gjort megler-megler".

Børsen hadde innhentet opplysninger fra andre kilder bl.a. meglerne som formaliserte handelen og satt derfor med opplysninger om hvem som var registrert som bakenforliggende innehaver av den nominee kjøperkonto i HSBC som var knyttet til handelen. Nomineekonto innebærer at det er investeringsbanken og ikke den bakenforliggende innehaver som fremtrer utad. Fra HSBC hadde børsen fått opplyst at det var KRG som sto som den bakenforliggende innehaver av kontoen.

Det ble rettet en ny henvendelse til DNO ved brev av 22. desember 2008, og spørsmålene ble gjentatt samtidig som det ble opplyst at etter børsens opplysninger var DNOs administrerende direktør Helge Eide direkte involvert i transaksjonen.

DNO v/Eide svarte ved brev av 8. januar 2009. Brevet ga ingen opplysninger om Kurdistans minister, hans rolle og kontakten med ham, og det ble ikke opplyst at det var DNO som hadde satt prisen i samtale med ministeren. Det ble gjentatt at transaksjonen

ble gjennomført megler til megler.

Kurdistan minister har i oktober 2009 gitt en offentlig redegjørelse for faktum slik han ser det. Han har særlig vist til at usikkerheten med hensyn til oljeeksport fra DNOs brønn i Kurdistan sammen med generelle markedsproblemer medførte at DNO fikk finansielle vanskeligheter. Dette kunne ramme KRG ved at utviklingen av oljefeltet kunne stoppe opp. KRG gikk derfor selv inn og kjøpte aksjeposten i DNO under forutsetning av full konfidensialitet for KRG. Aksjeposten er senere overdratt et annet selskap som opererer i Kurdistan.

Retten vurderer de faktiske forholdene slik at både ministeren og DNO trodde at verken ministeren som formidler eller den bakenforliggende eier av kontoen i HSBC ville bli kjent for børsen eller markedet idet volumet var under flaggingsplikten på 5 % og kontoen var en nomineekonto. Det må antas at dette – sammen med den av ministeren forutsatte konfidensialitet – var en medvirkende årsak til at DNO ikke ga børsen fyllestgjørende opplysninger på henvendelsene. Spørsmålene var konkrete, og de fleste av svarene hadde DNO.

III

Når det gjelder de juridiske sider, behandler retten først spørsmålet om børsloven § 31 etter lovendringene i 2007 fortsatt ga Oslo Børs hjemmel for å ilegge overtredelsesgebyr for unnlatt oppfyllelse av opplysningsplikten.

Det ble i 2003 vedtatt et EU-direktiv (kalt markedsmisbruksdirektivet eller MAD) vedrørende markedsmisbruk knyttet til ethvert finansielt instrument som er notert eller skal noteres på en børs. EU-direktivet ble i 2004 inntatt i EØS-avtalen og er derved forpliktende for Norge. Direktivet gir utpekt myndighet rett til all nødvendig tilsyn og undersøkelse. Det skal fastsettes sanksjoner ved manglende samarbeid.

Det ble i 2004 vedtatt et EU-direktiv (kalt verdipapirmarkedsdirektivet eller MiFID) vedrørende kontroll knyttet til enhver verdipapirmarkeds plass og ethvert investeringsforetak for å sikre at finansmarkedene virker på tilfredsstillende måte og derved verner investorene. EU-direktivet ble i 2005 inntatt i EØS-avtalen og er derved forpliktende for Norge. Direktivet innebærer at det åpnes for konkurranse blant børsene. Det stilles også krav til at markeds plassene skal kontrollere selskaper som er notert hos dem, og kontrollere investorene i verdipapirer notert hos dem. Direktiv gir utpekt offentlig myndighet rett til å kontrollere overholdelsen av direktivet. Den utpekte offentlige kontrollmyndigheten kan delegere sin kontrollrett.

Finansdepartementet foreslo i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) lov- og forskriftsendringer knyttet til markedsmisbruksdirektivet, men viste til et pågående utvalgsarbeid vedrørende verdipapirmarkedsdirektivet. Departementet forholdt seg til verdipapirdirektivet i Ot.prp. nr. 34 (2006-2007).

Retten oppfatter norsk lovgiver slik etter lovendringene i bl.a. 2007 som kom som en følge av de to proposisjonene, at det er lovgivers oppfatning at Norge har inkorporert direktivene i norsk lovgivning. For det første trådte lov om regulerte markeder (børsloven 2007) i kraft og erstattet bl.a. den tidligere børsloven. For det andre trådte lov om verdipapir-handel (verdipapirhandeloven 2007) i kraft og erstattet bl.a. den tidligere verdipapir-handeloven. For det tredje ble det vedtatt en forskrift om regulerte markeder (børsforskriften 2007) som bl.a. erstattet den tidligere børsforskriften.

Saken reiser flere juridiske problemstillinger. For fullstendighetens skyld er det nødvendig å gjengi de relevante lov- og forskriftbestemmelsene slik de lød på det

aktuelle tidspunktet. "Regulert marked" er i denne saken synonymt med Oslo Børs.

Børsloven

§ 1: Lovens formål er å legge til rette for effektive, velordnede og tillitvekkende markeder for finansielle instrumenter.

§ 24 (7): Regulert marked kan kreve at utsteder av finansielle instrumenter som er eller søkes tatt opp til handel, utstederes tillitsvalgte og ansatte uten hinder av taushetsplikt gir regulert marked de opplysninger som er nødvendig for at markedet skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter.

§ 27 (1): Regulert marked skal etablere effektive ordninger og prosedyrer som sikrer en regelmessig overvåking av medlemmers etterlevelse av markedets egne regler. Regulerte markeder skal overvåke transaksjoner på markedet med sikte på å avdekke brudd på relevante lover og regler, markedets egne regler og rettsstridige handelsforhold.

§ 27 (2): Regulert marked skal umiddelbart gi melding til Finanstilsynet ved mistanke om vesentlige brudd på relevante lover og regler, markedets egne regler og rettsstridige handelsforhold.

§ 31: Ved brudd på denne lov eller forskrifter gitt i medhold av denne lov eller ved vesentlige brudd på regulert markedsregler og forretningsvilkår, kan regulert marked pålegge utsteder av finansielle instrumenter notert på vedkommende regulerte marked eller medlemmer i vedkommende regulerte marked å betale et overtredelsesgebyr. Departementet kan gi nærmere regler om illeggelse av overtredelsesgebyr.

Børsforskriften 2007

§ 18. Markedsovervåking

(1) Regulert marked skal gjennomføre markedsovervåking.

(2) Markedsovervåkingen skal være organisert slik at den på en tilfredsstillende måte overvåker at utstedere og medlemmer overholder de atferds-, opplysnings- og rapporteringsregler som følger av lov, forskrift og de regler og forretningsvilkår som gjelder ved det regulerte markedet. I tillegg skal markedsovervåkingen være organisert slik at overtredelse av verdipapirhandelloven § 3-3 , § 3-4 , § 3-7 , § 3-8 og § 3-9 ved handel i finansielle instrumenter opptatt til notering kan avdekkes.

§ 19. Organisering av markedsovervåkingen

(1) Markedsovervåkingen skal være organisert slik at integriteten og uavhengigheten til de ansatte i markedsovervåkingen sikres.

(2) Markedsovervåkingen skal disponere de ressurser som er nødvendige for å kunne utøve effektiv markedsovervåking i henhold til § 18 .

(3) Markedsovervåkingen i regulert marked skal være organisert på en slik måte at den blant annet har kapasitet til å:

- a) kontinuerlig følge handelen og kursnoteringene,*
- b) undersøke opplysninger fra utstedere og medlemmer som kan være av betydning for kursnoteringen, samt foreta inngrep i kursnoteringen der dette anses påkrevet,*
- c) innhente informasjon fra utsteder, medlemmer og andre norske eller utenlandske regulerte markeder i den grad det må anses nødvendig for å*

avdekke forhold som nevnt i § 18.

§ 20. *Undersøkelsesplikt*

Dersom regulert marked har mistanke om overtredelse av normer som nevnt i § 18, plikter det å foreta nærmere undersøkelser for å få bekreftet eller avkreftet mistanken. Slike undersøkelser skal dokumenteres, og dokumentasjonen skal oppbevares i 10 år etter at undersøkelsen er avsluttet.

§ 21. *Oversendelse av opplysninger til Finanstilsynet*

- (1) *Dersom mistanke om overtredelse av normer som nevnt i § 18 ikke er avkreftet gjennom interne undersøkelser, skal det regulerte markedet uten ugrunnet opphold og av eget tiltak oversende opplysninger om alle forhold som kan tyde på slik overtredelse til Finanstilsynet.*
- (2) *Opplysninger som oversendes i henhold til første ledd skal så vidt mulig inneholde beskrivelse av bakgrunnen for mistanken og hvilke undersøkelser som er foretatt av det regulerte markedet.*
- (3) *På anmodning fra Finanstilsynet plikter regulert marked, samt deres ansatte og tillitsvalgte, å gi Finanstilsynet alle nødvendige opplysninger vedrørende den mulige overtredelsen.*

§ 31. *Overtredelsesgebyr for foretak med finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på regulert marked*

- (1) *Ved brudd på bestemmelser i børsloven eller denne forskrift eller ved vesentlige brudd på regulert markedes regler og forretningsvilkår, kan regulert marked vedta å ilegge utstedere av finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på vedkommende regulerte marked et overtredelsesgebyr som skal betales til det regulerte markedet.*
- (2) *Overtredelsesgebyr skal fastsettes etter følgende regler:*
 - a) *Overtredelsesgebyr for utstedere av finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på regulert marked kan maksimalt utgjøre 10 ganger årlig kursnoteringsavgift for hver overtredelse som kan sanksjoneres med overtredelsesgebyr, beregnet ut fra den senest fakturerte totale årlige kursnoteringsavgift for det finansielle instrument overtredelsen refererer seg til.*
 - b) *Utsteder skal gjøres kjent med at det vurderes å ilegge overtredelsesgebyr og de forhold vurderingene bygger på. Utsteder skal ha minst en uke til å uttale seg på før vedtak fattes av regulert marked.*
- (3) *Utsteder som ilegges overtredelsesgebyr skal ha skriftlig underretning om vedtaket og begrunnelsen for vedtaket. Det skal opplyses om adgangen til å klage til børsklagenemnden, klagefrist og den nærmere fremgangsmåte for klage.*
- (4) *Vedtaket og begrunnelsen for vedtaket skal offentliggjøres, med mindre særlige grunner taler mot dette.*

Verdipapirhandelloven 2007

§ 1-1: *Lovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter.*

§ 3-2: *Definisjon av innsideinformasjon*

- (1) *Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å*

påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

- (2) Med presise opplysninger menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.*
- (3) Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.*

§ 5-2: (1) Utsteder skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § 3-2 første til tredje ledd.

- (2) Opplysninger som nevnt i første ledd skal offentliggjøres etter § 5-12. Opplysningene skal i tillegg gjøres tilgjengelige på utsteders internettside etter at offentliggjøring har funnet sted.*
- (3) Utsteder må ikke kombinere offentliggjøring av opplysninger som nevnt i første ledd med sin markedsføring på en måte som er egnet til å villed.*
- (4) Opplysninger som skal meddeles eller offentliggjøres som følge av opptak til handel ved andre regulerte markeder, skal sendes det regulerte markedet skriftlig for offentliggjøring i henhold til § 5-12 senest samtidig med at melding sendes til annet regulert marked eller opplysningene offentliggjøres på annen måte.*

§ 15-1 (2): (2) Tilsyn med verdipapirforetaks og oppgjørssentralers virksomhet, samt med overholdelse av denne lovs bestemmelser, skal føres av Finanstilsynet. Departementet kan delegere Finanstilsynets tilsyn med overholdelse av §§ 5-2 og 5-3 til regulert marked.

§ 15-2 (5): 5) Et foretak plikter å gi Finanstilsynet de opplysninger som Finanstilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov vedrørende finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket.

§ 15-3 (1): Dersom Finanstilsynet har mistanke om overtredelse av kapittel 3, 4, 5, 8, 9, 10 eller 11, eller forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene, kan enhver pålegges å gi de opplysninger Finanstilsynet krever, herunder fremlegge dokumenter, teknisk lagret informasjon og utskrift fra lagringsmedium.

§ 15-3 (5): Enhver har rett til å nekte å svare på spørsmål eller utlevere dokumenter eller gjenstander når svaret eller utleveringen vil kunne utsette vedkommende for straff eller straffelignende sanksjon. Finanstilsynet skal gjøre vedkommende kjent med denne retten.

§ 15-8: (1) Departementet kan i forskrift fastsette at en klagenemnd skal avgjøre klager på vedtak etter bestemmelser gitt i medhold av § 15-1 tredje ledd.

§ 17-4 (2): Finanstilsynet kan ilegge foretak som nevnt i § 15-1 tredje ledd, overtredelsesgebyr dersom foretakets finansielle rapportering ikke er i samsvar med lov eller forskrift når overtredelsen har skjedd forsettlig eller

uaktsomt. Klage over slikt vedtak følger reglene i § 15-8.

§ 17-4 (3): Ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av bestemmelsene i §§ 5-2 eller 5-3, kan Finanstilsynet ilegge overtredelsesgebyr. Første ledd annet og tredje punktum gjelder tilsvarende. Dersom Finanstilsynets myndighet til å føre tilsyn med overholdelsen av §§ 5-2 og 5-3 er delegert til regulert marked i henhold til § 15-1 annet ledd, kan vedkommende regulerte marked ilegge overtredelsesgebyr etter dette ledd. Klage over vedtak av regulert marked følger regler i lov om regulerte markeder § 41.

Verdipapirforskriften 2007

§ 13-1. Tilsyn med overholdelse av verdipapirhandelloven § 5-2 og § 5-3 skal utøves av regulert marked.

Retten vurderer rettstilstanden for det som er relevant for denne saken slik:

Da børsens elektroniske overvåkingssystem registrerte at en betydelig aksjepost skiftet eier til en kurs markert over sammenliknbar børskurs, gikk det hos børsen flere automatiske avviksalarmar. Dette er datasystemer som i sanntid varsler visse avvik fra normal-situasjonen. I dette tilfellet var det pris og volum. Slike avvik kan ha uproblematisk enkle forklaringer, men det kan også ha sin årsak i forhold som skulle ha vært gjort kjent for hele markedet dvs. innsideinformasjon slik dette er definert i verdipapirhandelloven § 3-2.

Tilsynet med verdipapirhandel er i utgangspunktet lagt til det offentlige organet Finanstilsynet jf. verdipapirhandelloven § 15-1 (2). For å gjøre de privatiserte børsene effektive og samtidig styrke tilsynet er Finansdepartementet i nevnte lovbestemmelse gitt hjemmel til å kunne delegere Finanstilsynets tilsyn til børsen vedrørende informasjonsplikten knyttet til innsideinformasjon. Dette er gjort ved verdipapirforskriften § 13-1. Dette innebærer at børsen etter disse bestemmelsene har en tilsynsplikt og en tilsynsrett vedrørende innsideinformasjon og informasjonsplikten i den sammenheng.

Når tilsynet er delegert, må børsen for å kunne utøve et relevant og forsvarlig tilsyn etter rettens vurdering ha rett til å innhente opplysninger hos foretakene for å avklare om det foreligger innsideinformasjon som markedet skal ha. Etter verdipapirhandelloven § 17-4 (3) tredje punktum er børsen gitt adgang til å ilegge et foretak overtredelsesgebyr ved brudd på innsideinformasjonsplikten. Også dette underbygger at børsen ved delegeringen er gitt rett til å kreve opplysninger om saken idet opplysningsinnhenting er vesentlig mindre inngripende enn ileggelse av gebyr, og en best mulig opplysning av saken er nødvendig for en forsvarlig behandling av eventuell gebyrsak.

Børsens hjemmel for å ilegge gebyr etter verdipapirhandelloven er imidlertid begrenset til brudd på informasjonsplikten. Dette fremgår av verdipapirhandelloven § 17-4 (3) som konkret delegerer gebyr for overtredelse av verdipapirhandelloven § 5-2 og § 5-3 som begge gjelder informasjonsplikten. Dette har som konsekvens at verdipapirhandelloven og tilhørende forskrift ikke ga børsen hjemmel for å ilegge gebyr for overtredelse av opplysningsplikten.

Det neste temaet for retten blir om børsloven 2007 og tilhørende børsforskrift ga børsen hjemmel for å ilegge gebyr knyttet til brudd på opplysningsplikten i et tilfelle – som i denne saken – der utgangspunktet er opplysninger knyttet til eventuell innsideinformasjon.

Børsloven § 27 har regler om markedsovervåking. Denne bestemmelsen gir børsen plikt og rett til å overvåke "medlemmene" dvs. verdipapirforetak og kredittinstitusjoner, men den gir også børsen plikt og rett til å overvåke

"transaksjoner på markedet med sikte på å avdekke brudd på relevante lover og regler, markedets egne regler og rettsstridige handelsforhold."

Dette innebærer etter rettens vurdering at børsen i medhold av § 27 også skal overvåke transaksjoner som eventuelt skulle ha vært meddelt markedet som innsideinformasjon – herunder den type transaksjoner som denne saken gjelder.

Videre viser retten til at børsloven 2007 § 24 (8) fastsetter at det ved forskrift kan fastsettes nærmere regler om bl.a. pliktene til utstedere dvs. pliktene til foretakene som er notert på børsen. Dette er gjort i børsforskriften.

Av børsforskriften § 18 (2) fremgår det at børsen har en plikt til en organisering som innebærer en overvåking på en tilfredsstillende måte både av utstedere og medlemmer med hensyn til at de overholder atferds-, opplysnings- og rapporteringsregler som følger av lov, forskrift og regler. Videre fastsetter børsforskriften § 20 at børsen har en undersøkelses-plikt for å få bekreftet eller avkreftet mistanke om overtredelse av de normene som er nevnt i forskriften § 18 (2). Dette er en meget vidtgående overvåkingsbestemmelse med tilhørende undersøkelsesplikt for børsen. Retten kan ikke se at denne bestemmelsen går lenger enn det er hjemmelsgrunnlag for i børsloven 2007 § 27 jf. særlig (1) siste punktum. Etter børsforskriften § 19 (3) bokstav c skal børsen være organisert slik at den har kapasitet til å innhente informasjon i den grad det er nødvendig for å avdekke forhold som nevnt i forskriften § 18.

Realiteten er derved at børsen fortsatt skal ha den operative kontrollen knyttet til de børsnoterte foretakenes løpende informasjonsplikt overfor markedet. Det kan i denne sammenheng også vises til uttalelser i forarbeidene; særlig Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) side 435.

Børsloven § 24 (7) fastsetter at børsen kan kreve

"de opplysninger som er nødvendig for at markedet skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter."

For på forsvarlig måte å kunne utføre kontrollen må børsen ha rett til å innhente opplysninger hos foretakene, og foretakene er overfor børsen forpliktet til å gi de opplysninger som er nødvendige.

Retten konkluderer etter dette at børsen – med hjemmel i børsloven og tilhørende børsforskrift – hadde rett til å foreta nærmere undersøkelser av DNO-transaksjonen og kreve relevante opplysninger fra DNO.

Børsen er i børsloven 2007 § 31 gitt hjemmel for å ilegge overtredelsesgebyr for bl.a. "brudd på denne lov eller forskrifter". Av bestemmelsen fremgår det videre at departementet kan gi nærmere regler.

Dette er gjort i børsforskriften. Slik lovteksten er formulert, er det rettens vurdering at børsforskriften fastsetter rammene for ileggelse av overtredelsesgebyr slik at lovens § 31 – etter at det er gitt forskrift – ikke gir noen selvstendig ileggeshjemmel utover det som er fastsatt i forskriften. Dette innebærer at ileggelse av gebyr må være innenfor de ytre rammene som er fastsatt i børsforskriften § 31.

Såfremt DNO ikke har gitt børsen de opplysninger som selskapet var forpliktet til etter børsloven og tilhørende børsforskrift, er det rettens vurdering at børsforskriften § 31 ga børsen hjemmel for ileggelse av gebyr. Unnlatt oppfyllelse av opplysningsplikten er etter rettens vurdering å anse som "brudd på bestemmelser i børsloven eller denne forskrift eller ved vesentlig brudd" på børsens regler. Opplysningsplikten er knyttet til foretakets plikter mens undersøkelsene pågår og uavhengig av hva som måtte komme ut av undersøkelsene.

Sanksjon for brudd på opplysningsplikten kan derved også skje overfor foretak som for øvrig har handlet korrekt.

Rettens foreløpige konklusjon er at det foreligger hjemmel for ileggelse av gebyr ved brudd på opplysningsplikten overfor børsen.

Et slikt gebyr skal kreves inn av og betales til børsen, men skal i siste omgang tilfalle statskassen jf. børsforskriften § 34 (3).

IV

Dernest må retten vurdere om det kan foreligge faktiske eller juridiske grunner til at vedtaket likevel er ugyldig.

Saksøker har anført at det etter lovendringene i 2007 er grunnleggende at det er Finanstilsynet som fører tilsyn, mens Oslo Børs foretar markedsovervåking, og at dette – sammenholdt med MiFID – må medføre at børsen etter lovendringene har fått snevrere rammer enn børsen tidligere hadde. Det påberopes i denne sammenheng at børsloven 2007 § 31 har fått et endret innhold selv om ordlyden ikke er endret, med den følge at § 31 ikke kan brukes på brudd på opplysningsplikten etter børsloven § 24 (7) idet børsen i tilsynssammenheng ikke har andre sanksjonshjemler enn dem Finanstilsynet har.

Retten er ikke enig i denne innskrenkende forståelsen av endringene i 2007.

For det første har lovgiver bevisst valgt et delvis tosporet løp. Børsen har i utgangspunktet sine oppgaver knyttet til å være en markeds plass for finansielle instrumenter, og Finanstilsynet fører tilsyn med børsen og handelen med finansielle instrumenter. Både børsen og samfunnet har felles interesse av at handelen på børsen skjer etter effektive, velordnede og tillitvekkende metoder og regler. Lovgiver har derfor bevisst lagt opp til at en del løpende kontroll- og tilsynsoppgaver foretas av børsen slik at Finanstilsynet kan konsentrere seg de store linjer og de større enkeltsakene. I en del saker vil det også være slik at børsen gjør de innledende undersøkelsene og konkluderer med enten ikke å gå videre, eller ilegge gebyr, eller oversende saken til Finanstilsynet. Dette er åpenbart også en praktisk løsning slik at unødvendig dobbeltarbeid unngås. Det kan derved ikke foretas et definert og markert skille mellom tilsyn og overvåking. Disse begrepene vil ikke være rettslig avklarende. Det vesentlige er effektiv og rasjonell oppfølging av handel og aktører, og i den sammenheng må de enkelte bestemmelsene i lov og forskrift forstås.

For det andre pålegger børsforskriften § 20 børsen en omfattende undersøkelsesplikt for å få bekreftet eller avkreftet mistanke om overtredelser av "normer som nevnte i § 18". Av § 18 kan det for eksempel utledes at den også gjelder overholdelse av atferdsregler som følger av "lov", og verdipapirhandelens bestemmelser om misbruk av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon er lagt under lovens kapittelet "Generelle atferdsregler".

Videre er det fra saksøker vist til at børsen ikke er et offentlig organ og derfor ikke kan

ha adgang til å ilegge gebyr som er straffesanksjon. Retten finner at problemstillingen delegasjon av sanksjonsmyndighet til et aksjeselskap prinsipielt sett er interessant, men retten er av den oppfatning at en slik ordning ikke er lovstridig i dette tilfellet fordi det gjelder gebyr knyttet til verdipapirer. Dette for det første fordi hjemmelen er gitt i lov og forskrifts form, for det andre at DNO ved å ha aksjeselskapet notert på børsen, har akseptert regelverket knyttet til børsen, og for det tredje er det gyldigheten av Børsklage-nemndens vedtak som retten behandler. Børsklagenemnden er oppnevnt av Finans-departementet og er derved et uavhengig offentlig organ.

Det er påberopt at det er en feil i vedtaket at det er lagt til grunn at børsloven § 24 (7) kan brukes ved delegert tilsyn. Som påpekt er det rettens vurdering at § 24 (7) kan brukes i dette tilfellet fordi bestemmelsen hjemler innhenting av "de opplysninger som er nødvendige for at markedet skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter". Det er lovbestemt plikt å bidra til avdekking av unnlatt innsideinformasjon og i den sammenheng foreta nødvendige undersøkelser jf. børsloven § 18 (2) og § 20.

Børsforskriften § 21 bruker begrepet "interne undersøkelser" for avklaring av mistanke, og deretter opplysningsplikt til Finanstilsynet. Med "interne undersøkelser" må det i denne sammenheng etter rettens oppfatning legges til grunn at det gjelder børsens arbeid med saken dvs. at børsen i første omgang skal arbeide selvstendig med å få avkreftet eller bekreftet mistanken. Det vil være nærmest utjenlig dersom dette bare skulle basere seg på det i børsen allerede foreliggende materiale. Det vesentlige vil normalt være å innhente redegjørelser fra de berørte aktørene. Først da vil børsen kunne mene noe med hensyn til om mistanken er bekreftet eller avkreftet. Også grunnleggende kontradiktoriske prinsipper tilsier at aktørene i denne tidlige fasen må få mulighet til å fremlegge sitt syn – som i mange tilfeller vil lede til at mistanken blir avkreftet, og saken lagt bort.

Det er anført av saksøker at opplysningsplikten må avgrenses mot opplysninger som er omfattet av selvinkrimineringsvernet, og at det ikke ble gitt informasjon om dette vernet. Selvinkrimineringsvernet har sitt utgangspunkt i SP art. 14 nr. 3 og etablert praksis vedrørende EMK art. 6 nr. 1. Etter verdipapirhandeloven § 15-3 (5) skal Finanstilsynet gjøre enhver som pålegges å gi opplysninger, kjent med retten til å nekte å svare på spørsmål når svaret kan lede til straff. Børsloven har ikke inntatt tilsvarende bestemmelse i lovteksten.

Staten har anført at selvinkrimineringsvernet ikke gjelder foretak. Retten er enig i dette utgangspunktet idet foretak etter rettens vurdering ikke omfattes av menneskerettigheter, men korrespondansen mellom børsen og DNO var i stor grad knyttet til administrerende direktør Eides kunnskap og aktivitet, og brevene fra DNO ble stort sett utarbeidet og undertegnet av ham. Eide vil som person omfattes av EMK og menneskerettsloven i relasjon til straffeansvar. Det faktum at det ble brukt allmennaksjeselskapets brevark, endrer ikke rettighetene for den som utarbeidet brevet.

Retten finner etter dette at opplysninger fra et allmennaksjeselskap knyttet til et mulig overtredelsesgebyr overfor selskapet ikke er vernet av EMK, men eventuelle strafferisiko for personer som gir opplysningene, kan være vernet.

Da DNO fikk forespørslene fra børsen, var saken på et undersøkelsesstadium. Etter SP art. 14 er skjæringspunktet for vernet en siktelse – hvilket aldri har forekommet i denne saken. Når det gjelder praksis knyttet til EMK art. 6, er det ikke krav om noen formell siktelse, men det må foreligge en mistanke og undersøkelsene må helt eller delvis være rettet mot vedkommende. I dette tilfellet søkte børsen å få avklart faktum. DNO har gjennom noteringen på børsen også kontraktsrettslig påtatt seg å følge regelverket og gi opplysninger til børsen. Slik saken sto i undersøkelsesfasen, var det ikke noe som tilsa

at Eide sto i fare for selv å pådra seg straff. Alternativene for børsen i den fasen synes reelt sett å ha vært enten en avslutning av saken uten sanksjon eller illeggelse av overtredelses-gebyr(er) overfor DNO. Sanksjon overfor Eide personlig var usannsynlig så lenge det som han skrev på vegne av DNO, var korrekte faktiske opplysninger. Det er imidlertid ikke vern for å gi uriktige faktiske opplysninger. Det er ikke opplysninger i saken som tilsier at en vinkling av saken mot Eide personlig noen gang har vært noe vesentlig tema hos børsen. En eventuell sanksjon over Eide personlig hadde børsen uansett ikke hjemmel for idet dette i tilfelle ville ha vært en sak for påtalemyndigheten – etter at saken hadde vært rapportert til Finanstilsynet og vurdert av denne instans. Det er grunn til å anta at det tidligste skjæringspunktet for selvinkrimineringsvernet i dette tilfellet ville ha vært enten da varsel om mulig gebyr ble sendt ut til DNO til uttalelse, eller idet børsen eventuelt hadde sendt en rapport til Finanstilsynet der det ble pekt på et mulig personlig ansvar for Eide. Og uansett var børsen – sammenholdt med de plikter DNO har etter børsloven, verdipapirhandel-loven og som foretak notert på børsen – ikke kommet så langt i retning et mulig ansvar for Eide at det var etablert noen vernet rett for Eide til på vegne av DNO ikke å gi fullstendige faktiske opplysninger.

Konklusjonen er etter dette at DNO hadde en plikt til å gi de opplysninger som børsen ba om uten å kunne påberope noe selvinkrimineringsvern for foretaket selv eller administrerende direktør.

V

Når det gjelder overtredelsesgebyrets størrelse, fastsetter børsforskriften § 31 (2) bokstav a) at taket for gebyr er 10 ganger årlig kursnoteringsavgift. Børsklagenemnden satte gebyret til 4 ganger årlig avgift dvs. NOK 942 228. Det foreligger begrenset utmålings-praksis fra Børsklagenemnden og børsen.

Retten kan ikke se at det skjønnsom i dette tilfellet er utøvd av nemnda, på noen måte bærer preg av vilkårlighet eller urimelig forskjellsbehandling. I skjerpene retning må det legges vekt på at det var mer enn ett svarbrev som var mangelfullt med hensyn til å gi relevante opplysninger om de forhold som ble tatt opp fra børsens side. I tillegg ble det delvis brukt formuleringer i svarbrevene som ville gitt børsen et feilaktig bilde av saken, dersom ikke børsen selv hadde foretatt egne undersøkelser. Den omstendighet at DNO formodentlig hadde avtalt konfidensialitet overfor Hawrami, ga ikke DNO noe formelt grunnlag for å holde tilbake opplysninger overfor børsen og kan derfor ikke få noen formildende betydning ved gebyrutmålingen. Den omstendighet at Børsklagenemnden ikke opprettholdt børsens avgjørelse vedrørende informasjonsplikten, har nemnda etter rettens vurdering tillagt rimelig vekt ved utmålingen av gebyret vedrørende opplysningsplikten.

VI

Børsklagenemndens vedtak vedrørende gebyr for overtredelse av opplysningsplikten overfor børsen rammes etter dette ikke av faktiske eller juridiske feil eller andre mangler som kan ha virket bestemmende på vedtakets innhold. Vedtaket er etter dette gyldig som sanksjonsvedtak knyttet til opplysningsplikten.

VII

Erstatningskravet er basert på at vedtaket er ugyldig. Ved at retten har konkludert med at vedtaket er gyldig, foreligger det ikke ansvarsgrunnlag.

Børsen blir å frifinne for erstatningskravet.

VIII

Børsen har vunnet saken. Etter tvisteloven § 20-2 (1) har børsen krav på full erstatning for sine sakskostnader. Retten kan ikke se at noen av unntakene kommer til anvendelse.

Det er fremlagt kostnadsoppgave på kr 1 552 500 inklusiv mva. Det er ikke fremkommet merknader til oppgaven fra motparten. Sakens faktum er relativt oversiktlig, men saken har krevd et omfattende juridisk forarbeid. Oppgaven blir å legge til grunn. Sakskostnader tilkjennes i samsvar med dette.

DNOs advokater har fremlagt en oppgave på kr 2 475 155 eksklusiv mva. I tillegg ble det krevd erstattet kr 452 550 for juridisk bistand under klagebehandlingen. Retten gjør DNO oppmerksom på tvisteloven § 3-8.

IX

Dommen er ikke avsagt innen lovens toukersfrist. Grunnen er dommerens reisefravær og annen hovedforhandling.

SLUTNING

1. Oslo Børs ASA frifinnes.
2. DNO ASA dømmes til innen to uker å betale Oslo Børs ASA sakskostnader med kr 1 552 500 – énmillionfemhundreogfemtittusenfemhundrekroner.

2.2 Periscopus – pliktig tilbud (EFTA-domstolens avgjørelse 10. desember 2010)

- 1 Ved brev av 26. mars 2010, mottatt og registrert ved EFTA-domstolen 31. mars 2010, har Oslo tingrett anmodet om en rådgivende uttalelse i en sak som står for tingretten, mellom saksøker, Periscopus AS ("Periscopus"), og Oslo Børs ASA ("Oslo Børs") som saksøkte nr. 1 og Erik Must AS som saksøkte nr. 2.
- 2 Periscopus var nest største aksjonær i Gyldendal ASA ("Gyldendal") på det tidspunkt Erik Must AS fremsatte et tvungent tilbud om å kjøpe alle gjenværendeaksjer i selskapet. I egenskap av tilsynsmyndighet godkjente Oslo Børs tilbudet fremsatt av Erik Must AS. Tvisten for Oslo tingrett dreier seg om hvordan den tilbudsprisen som skal fremmes i det tvungne tilbudet, skulle ha vært fastsatt.

I Rettslig bakgrunn

EØS-rett

- 3 Avtalen mellom EFTA-statene om opprettelse av et Overvåkningsorgan og en Domstol ("ODA") artikkel 34 lyder:

Det hører under EFTA-domstolen å gi rådgivende uttalelser om fortolkningen av EØS-avtalen.

Når et slikt spørsmål blir reist ved en domstol i en EFTA-stat, og domstolen finner at en uttalelse er nødvendig før den avsier sin dom, kan den anmode EFTA-domstolen

om å gi en slik uttalelse.

...

4 Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF av 21. april 2004 om overtakelsestilbud (heretter "direktiv 2004/25" eller "direktivet") er omhandlet i nr. 10d i vedlegg XXII til EØS-avtalen.

5 Direktiv 2004/25 artikkel 3 ("Alminnelige prinsipper") lyder:

1. Ved gjennomføringen av dette direktiv skal medlemsstatene påse at følgende prinsipper følges:

a) alle innehavere av verdipapirer som tilhører samme klasse i et målselskap, må behandles likt; dersom en person overtar kontrollen over et selskap, må dessuten de øvrige verdipapirinnehaverne vernes,

...

d) det må ikke skapes falske markeder for verdipapirene i målselskapet, hos tilbyderer eller i noe annet selskap som er berørt av tilbudet, på en slik måte at oppgang eller nedgang i verdipapirkursene blir kunstig og markedenes normale virkemåte forstyrres,

...

6 Direktiv 2004/25 artikkel 5 ("Vern av mindretallsaksjeeiere, tvungent tilbud og rimelig pris") lyder:

1. Dersom en fysisk eller juridisk person som følge av eget erverv eller erverv gjennom personer som opptre i fellesskap med ham/henne, innehar verdipapirer i et selskap i henhold til artikkel 1 nr. 1 som, sammenlagt med hans/hennes eventuelle eksisterende eierandeler i disse verdipapirene og eierandelene i disse verdipapirene som innehas av personer som opptre i fellesskap med ham/henne, direkte eller indirekte gir ham/henne en bestemt prosentandel stemmeretter i selskapet som gir ham/henne kontroll over selskapet, skal medlemsstatene påse at denne personen pålegges å framsette et tilbud med sikte på å verne mindretallsaksjeeierne i selskapet. Et slikt tilbud skal så snart som mulig rettes til alle innehaverne av disse verdipapirene og skal gjelde alle deres eierandeler, til den rimelige pris som er definert i nr. 4.

...

4. Som rimelig pris skal anses den høyeste prisen som tilbyderer eller personer som opptre i fellesskap med ham/henne, betaler for de samme verdipapirene i løpet av et tidsrom som skal fastsettes av medlemsstatene, på minst seks og høyst tolv måneder forut for tilbudet nevnt i nr. 1. Dersom tilbyderer eller en person som opptre i fellesskap med ham/henne, etter at tilbudet er offentliggjort og før fristen for å godta tilbudet utløper, kjøper verdipapirer til en høyere pris enn tilbudsprisen, skal tilbyderer øke sitt tilbud til en pris som minst er lik den høyeste prisen som er betalt for verdipapirer ervervet på denne måten.

Forutsatt at de alminnelige prinsippene fastsatt i artikkel 3 nr. 1 følges, kan medlemsstatene gi sine tilsynsmyndigheter fullmakt til å endre prisen nevnt i første ledd under visse omstendigheter og i samsvar med kriterier som er klart

definert. For dette formål kan de utarbeide en liste over omstendigheter der den høyeste prisen kan endres enten opp eller ned, for eksempel dersom den høyeste prisen ble fastsatt ved avtale mellom kjøperen og en selger, dersom markedsprisen på de aktuelle verdipapirene er manipulert, dersom markedsprisene i alminnelighet eller visse markedspriser i særdeleshet er påvirket av uvanlige hendelser, eller for å gjøre det mulig å redde et foretak i vanskeligheter. De kan også definere kriteriene som skal anvendes i slike tilfeller, for eksempel gjennomsnittlig markedsverdi i løpet av et bestemt tidsrom, selskapets avviklingsverdi eller andre objektive vurderingskriterier som er allment brukt i finansanalyser.

Alle vedtak en tilsynsmyndighet gjør om å endre den rimelige prisen, skal begrunnes og offentliggjøres.

...

Nasjonal rett

- 7 Direktiv 2004/25/EF er gjennomført i norsk rett ved lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (vphl.).
- 8 Det følger av vphl. § 6-1 og § 6-6 at den som gjennom erverv blir eier av mer enn 1/3, 40 % eller 50 % av stemmene i et selskap tatt opp til notering på norskregulert marked, plikter å fremsette et tilbud til de øvrige aksjonærene i selskapet.
- 9 Vphl. § 6-10 fjerde ledd lyder:

Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Dersom det er klart at markedskursen når tilbudsplikten inntreer er høyere enn den pris som følger av første punktum, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen.
- 10 Når det gjelder tolkningen av sistnevnte bestemmelse, uttales i forarbeidene til vphl. § 6-10 fjerde ledd annet punktum at "(u)tgangspunktet skal være den kurs som er betalt og markedskurs skal bare benyttes der det fremstår klart at denne kursen er høyere". Dette presiseres av departementet: "For at markedskursen skal anses klart høyere legger departementet til grunn at denne bør ha vært stabilt høyere gjennom en periode. Den foreslåtte regel skal ikke føre til økt tilbudspris i perioder der den aktuelle markedskursen er svært varierende".
- 11 Vphl. § 6-4 angir Oslo Børs som tilsynsmyndigheten. I henhold til vphl. § 6-14 skal tilbudet og tilbudsdokumentet (inkludert tilbudsprisen) godkjennes av tilsynsmyndigheten.

II Faktum og saksgang

- 12 Gyldendal er morselskapet i Gyldendal-konsernet, og selskapets aksjer er notert på Oslo Børs.
- 13 Den 26. november 2008 inngikk Erik Must AS en avtale med Uldal Invest AS om kjøp av Uldal Invest AS' 357 967 aksjer i Gyldendal til en pris av NOK 350 per aksje. Aksjene utgjorde 15,2 % av aksjene i Gyldendal. Avtalen ble offentliggjort ved børs melding 26. november 2008, og kjøpet ble gjennomført 1. desember 2008. Etter dette kjøpet eide Erik Must AS 52,5 % av aksjene i Gyldendal.

Dermed var Erik Must AS forpliktet til å fremsette et tilbud for de gjenværende Gyldendal-aksjene.

- 14 Periscopus var på dette tidspunkt nest største aksjonær i Gyldendal og kontrollerte 30,2 % av aksjene. Periscopus mente at det avtalte vederlaget på NOK 350 per aksje var påfallende lavt i forhold til omsetningskursen for Gyldendal-aksjen i løpet av det siste året og anmodet i brev av 1. desember 2008 Oslo Børs om å iverksette undersøkelser vedrørende ervervet som utløste tilbudsplikten.
- 15 På det tidspunkt Erik Must AS fremsatte det tvungne tilbudet, lå det inne i Oslo Børs' handelssystem stående kjøpsordre på vegne av Periscopus om kjøp av et begrenset antall Gyldendal-aksjer til NOK 400. Frem til datoen for oppkjøpet fra Erik Must AS hadde gjennomsnittskursen for aksjen i 2008 vært NOK 406,53. Utenom oppkjøpet fra Erik Must fant det i 2008 sted fem transaksjoner på mer enn 1 000 aksjer, noe som utgjorde 97,5 % av de øvrige transaksjonene i Gyldendal-aksjer det året. Samlet omsetning av Gyldendal-aksjer ved Oslo Børs det året, utenom den transaksjonen som har gitt opphav til foreliggende sak, var 30 196 aksjer til en verdi av NOK 12 275 510.
- 16 Den 18. desember 2008 fremsendte Erik Must AS tilbudsdokumentet medtilbudspris på NOK 350 per aksje til Oslo Børs, som godkjente tilbudsprisen på NOK 350 i brev av samme dag.
- 17 I brevet ga Oslo Børs uttrykk for det syn at markedskursalternativet kun skal anvendes i omgåelsestilfeller. Basert på sine undersøkelser fant børsen ikke grunnlag for å anta at tilbudsprisen ikke tilsvarte det høyeste vederlag betalt eller avtalt av Erik Must AS i perioden på seks måneder før tilbudsplikten inntrådte. Børsen merket seg det begrensede antall transaksjoner i aksjen, hvor for øvrig én eneste aksjonær (Periscopus) hadde stått for så godt som alle tilfeller (mer enn 29 435 av totalt 30 196 handlede aksjer), og konkluderte med at det ikke var mulig å fastsette en tilstrekkelig klar markedskurs for Gyldendal-aksjen.
- 18 Ved formelt godkjennelsesbrev av 22. desember 2008 godkjente Oslo Børs budet fra Erik Must AS. Periscopus påklaget godkjennelsen til Børsklagenemnden samme dag og krevde at tilbudsprisen i det tvungne tilbudet skulle settes til NOK 406,53, som ville tilsvare gjennomsnittskursen for de 30 196 aksjene i Gyldendal som var blitt solgt mellom 1. januar 2008 og datoen for oppkjøpet fra Erik Must AS.
- 19 I vedtak av 21. januar 2009 stadfestet Børsklagenemnden børsens godkjennelse av tilbudet. Med hensyn til ordet "klart" i vphl. § 6-10 fjerde ledd annet punktum la nemnden til grunn at det måtte kreves en viss styrke på bevisene for en markedskurs for at bestemmelsen skulle komme til anvendelse. I tillegg til argumentene anført av Oslo Børs påpekte nemnden at den siste handelen før den aktuelle transaksjonen omfattet kun 40 aksjer og fant sted 4. november 2008, tre uker før oppkjøpet fra Erik Must AS. I løpet av denne tiden falt OSBEXindeksen ved Oslo Børs 21,88 %.
- 20 Periscopus aksepterte det tvungne tilbudet 26. januar 2009 og solgte sin aksjepost til Erik Must AS for NOK 350 per aksje. Periscopus har imidlertid ved stevning av 9. juli 2009 reist søksmål mot de saksøkte for Oslo tingrett.
- 21 I denne saken har Periscopus i forholdet til Oslo Børs lagt ned påstand om at vedtaket fra Børsklagenemnden skal kjennes ugyldig, da tilbudsprisen i det tvungne tilbudet etter Periscopus' oppfatning skulle ha vært beregnet på grunnlag

av markedskursalternativet i vphl. § 6-10 fjerde ledd annet punktum. I forhold til begge saksøkte krever Periscopus erstatning begrenset oppad til NOK 37 182 052,62 med tillegg av renter for å dekke det tap Periscopus hevder å ha lidt. eriscopus mener at tilbudsprisen skulle ha vært minst NOK 402,31, som tilsvarer gjennomsnittlig pris på kjøpsordrer for Gyldendal-aksjen i perioden fra 4. oktober 2008 frem til 26. november 2008, da tilbudsplikten for Erik Must AS ble utløst.

- 22 Hovedargumentet som fremmes av Periscopus for den nasjonale domstol, er at markedskursalternativet i vphl. § 6-10 fjerde ledd annet punktum er en likestilt og alternativ måte å beregne tilbudsprisen på som ikke kan begrenses til å gjelde omgåelsestilfeller. Det anføres at Gyldendal-kursen hadde vært stabilt høyere enn NOK 350 over en lengre periode før tilbudet ble fremsatt og at markedskursalternativet derfor må komme til anvendelse.
- 23 Oslo Børs gjør gjeldende at det må legges til grunn at den pris som er fremforhandlet mellom to uavhengige parter, reflekterer markedskursen. Det anføres at det i den foreliggende sak ikke var mulig å fastslå en markedskurs. Videre fastholder Oslo Børs at det må stilles strenge krav til bevisene for at det skal anses "klart" at markedskursen er høyere enn det avtalte vederlaget. Erik Must AS slutter seg til dette syn og anfører i tillegg at den tolkning av vphl. § 6-10 fjerde ledd som fremmes av Periscopus, vil være i strid med direktiv 2004/25.
- 24 Oslo tingrett legger til grunn at i henhold til direktiv 2004/25 artikkel 5 nr. 4 annet ledd kan nasjonal lovgivning gi tilsynsmyndigheten adgang til å justere tilbudsprisen i forhold til hovedregelen i første ledd. Tingretten er imidlertid usikker på om – eventuelt under hvilke forutsetninger – markedskursalternativet i vphl. § 6-10 fjerde ledd annet punktum oppfyller direktivets krav til "kriterier som er klart definert".
- 25 På denne bakgrunn har Oslo tingrett besluttet å forelegge følgende spørsmål for EFTA-domstolen:

Er det i samsvar med artikkel 5 (4) annet avsnitt i råds- og europaparlamentsdirektiv 2004/25/EF å pålegge en tilbyder i et offentlig tilbud å tilby en tilbudspris som overstiger den pris tilbyder selv har betalt eller avtalt i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte, under henvisning til at markedskursen når tilbudsplikten inntrådte er høyere enn den pris tilbyder ellers ville være forpliktet til å tilby etter verdipapirhandelloven?

- 26 Det vises til rettsmøterapporten for en mer utførlig redegjørelse for det rettsligerammeverket, sakens faktum, saksgangen og de skriftlige innleggene fremmet for EFTA-domstolen, som i det følgende bare vil bli omtalt eller drøftet i den utstrekning det er nødvendig for EFTA-domstolens begrunnelse.

III Avvisning

- 27 Periscopus fremholder at anmodningen om en rådgivende uttalelse må avvises da det spørsmål som er forelagt av Oslo tingrett, utgjør en anmodning om tolkning av nasjonal lovgivning og en vurdering av lovgivningens gyldighet.
- 28 I forbindelse med avgivelse av rådgivende uttalelser ligger det ikke til EFTA-domstolen å bedømme om nasjonal rett er i overensstemmelse med EØS-retten, se sak E-1/07 straffesak mot A, EFTA Ct. Rep. 2007 s. 246, avsnitt 34. Ei heller er EFTA-domstolen kompetent til å avgjøre tolkningen av nasjonale

rettsregler, se sak E-10/04 Piazza, EFTA Ct. Rep. 2005 s. 76, avsnitt 22.

- 29 Det følger imidlertid av anmodningen at Oslo tingrett står overfor flere mulige tolkninger av verdipapirhandelloven og søker veiledning om tolkningen av EØSretten, særlig direktiv 2004/25 artikkel 5 nr. 4. Anmodningen om en rådgivende uttalelse avvises derfor ikke.

IV Spørsmålet

- 30 Etter direktivets artikkel 5 nr. 4 første ledd må som hovedregel den "rimelige pris" som skal tilbys i det tvungne tilbudet, være lik den høyeste prisen som tilbyder har betalt over en bestemt periode før tilbudsplikten oppsto. Spørsmålet fra Oslo tingrett gjelder tolkningen av direktivets artikkel 5 nr. 4 annet ledd, som gir EØS-statene adgang til på visse betingelser å gi sine tilsynsmyndigheter myndighet til å endre tilbudsprisen i det tvungne tilbudet. I henhold til denne bestemmelsen må enhver endring være basert på omstendigheter som er "klart definert", og den justerte prisen må være beregnet i samsvar med kriterier som også er "klart definert".
- 31 Oslo tingrett må fortolke en bestemmelse i nasjonal rett som krever en endring av tilbudsprisen i det tvungne tilbudet når det er "klart at markedskursen når tilbudsplikten inntreffer er høyere", og som fastsetter at den justerte tilbudsprisen skal være "minst like høy som markedskursen". I det vesentlige søker tingretten å få fastslått om en slik nasjonal rettsregel tilfredsstillende det krav som oppstilles i direktivets artikkel 5 nr. 4 annet ledd, om at enhver endring må være basert på omstendigheter og kriterier som er "klart definert".

Argumenter fremmet for EFTA-domstolen

- 32 Periscopus anfører at uttrykkene "markedskurs" og "klart fastslått markedskurs" er velkjente kriterier i norsk rett og således utgjør slike "kriterier som er klart definert" som omhandlet i direktivets artikkel 5 nr. 4 annet ledd. Derfor var norsk lovgiver berettiget til å utøve sitt skjønn til å etablere denne alternative måten å fastsette prisen i et tilbud på.
- 33 Periscopus anfører videre at henvisningen til markedskurs verner minoritetsaksjonærer og er en riktig, rettferdig og korrekt verdsettingsteknikk som følger de alminnelige prinsippene fastsatt i direktivets artikkel 3 nr. 1. I særdeleshet fremholder Periscopus at markedskurser er transparente og offentlig tilgjengelige, og således mister ikke tilbyder noe i forutsigbarhet gjennom en henvisning til markedskurs.
- 34 Oslo Børs viser til direktivets tilblivelseshistorie. Artikkel 5 nr. 4 første ledd ble gitt som et middel til å redusere forskjeller i medlemsstatenes lovgivning om den pris som skal betales ved tvungne tilbud. Målet var å introdusere en felles regel som ville gjelde i hele EU og EØS, og som samtidig ville gi tilstrekkelig fleksibilitet under særskilte omstendigheter til å sikre både rettferdig behandling av aksjonærer og forutsigbarhet med hensyn til det vederlag som skal tilbys i et tvungent tilbud, for på denne måten å legge til rette for fri bevegelse for kapital innen EU og EØS.
- 35 Ifølge Oslo Børs utgjør direktiv 2004/25 artikkel 5 nr. 4 annet ledd en unntaksbestemmelse som fokuserer på usedvanlige situasjoner, for eksempel en underhåndsförståelse mellom tilbyder og selger. Det er kun for slike tilfeller at medlemsstatene kan tillate sine tilsynsmyndigheter å beslutte, fra sak til sak, å

fravike "regelen om høyeste betalte pris", forutsatt at kriteriene for en slik beslutning er klart definert og at de alminnelige prinsippene i direktivets artikkel 3 nr. 1 følges. Følgelig bør hjemmelen til å gjøre endring i tilbudsprisen fortolkes snevert.

- 36 Oslo Børs anfører at anvendelse av markedskursalternativet derfor vil være uforenlig med EØS-retten når det (i) ikke er noe som tyder på at den pris som er betalt eller avtalt fra tilbyderer, ikke ble fastsatt på armlengdes avstand eller gjennom ordinære markedsmekanismer, og når det (ii) ikke er mulig å fastslå en markedskurs basert på klart definerte kriterier. Oslo Børs fremholder at i fravær av ordinære markedstransaksjoner for en aksje utgjør ikke "markedskurs" noe klart kriterium.
- 37 Erik Must AS understreker at "regelen om høyeste betalte pris betalt" slik den ble fastsatt i direktivet, tar sikte på å sikre tilbudsprisens forutsigbarhet og størst mulig rettssikkerhet for tilbyderer. Erik Must AS anser uttrykket "markedskurs" for å være vagt og upresist. Særlig anføres det at det ikke foreligger noen angivelse av hva det relevante tidsrom for å bestemme markedskursen er, av om kursen skal være et volumvektet gjennomsnitt, og av om faktiske transaksjoner må foreligge eller om det er tilstrekkelig med stående kjøpsordrer. I tillegg anføres det at markedskursen kan manipuleres i lite likvide markeder.
- 38 Litauens regjering anfører at forpliktelsen til å fastsette en tilbudspris like høy som markedskursen på det tidspunkt tilbudsplikten inntrådte er en slik mulig ytterligere ordning som en medlemsstat kan innføre i henhold til direktivets artikkel 5 nr. 4 annet ledd. Litauens regjering mener at "markedskursregelen" både knytter seg til klare omstendigheter og stiller opp klare kriterier.
- 39 Litauens regjering anfører at en slik regel er transparent, at den gjør det mulig for andre investorer å forutsi prisen på et tvungent tilbud, og at den faktisk sikrer deres interesser gjennom å legge til grunn vurderingen i markedet av et selskaps verdi. I tillegg bemerker Litauens regjering at regelen også gir oppkjøperen i et selskap en viss grad av forutsigbarhet med hensyn til prisen på det tvungne tilbudet.
- 40 Norges regjering anfører at i henhold til artikkel 1 nr. 1 skal direktivet sørge for samordning, ikke harmonisering, av nasjonale regler om overtakelsestilbud. Videre etablerer direktivets artikkel 3 kun veiledende prinsipper for gjennomføringen av direktivet og ikke alminnelige fellesskapsrettslige prinsipper. Det vises til sak C-101/08 Audiolux m.fl., Sml. 2009 s. I-9823, avsnitt 51.
- 41 Norges regjering anfører videre at henvisningen til "omstendigheter og ...kriterier som er klart definert" kun har til hensikt å legge til rette for forpliktelsen i tredje edd, som går ut på at alle vedtak om å endre prisen skal begrunnes og offentliggjøres. Det kreves ikke at de relevante omstendigheter skal listes opp i gjennomføringslovgivningen.
- 42 EFTAs overvåkingorgan ("ESA") anfører at definisjonen av rimelig pris i direktiv 2004/25 artikkel 5 nr. 4 inneholder en felles regel med et fakultativt fritak som det er opp til medlemsstatene å fastlegge nærmere. Det fakultative fritaket er grunnet på behovet for fleksibilitet i finansmarkedene.
- 43 forhold til kravet om å definere under hvilke omstendigheter prisen kan justeres anfører ESA at en situasjon hvor markedskursen er "klart" høyere enn det tilbyderer har betalt i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte, kan

være en situasjon der det ganske enkelt å anvende den sistnevnte prisen kan resultere i en urimelig pris.

44 Med hensyn til spørsmålet om et kriterium er klart definert mener ESA at det generelt sett kan vises til det alminnelige rettssikkerhetsprinsippet i EØS-retten. I henhold til dette prinsipp må lovgivningen være tilstrekkelig klar og presis slik at de personer det gjelder, herunder tredjeparter slik som offentlige myndigheter, klart og entydig kan få kjennskap til sine rettigheter og plikter og forholde seg deretter. Det vises til forente saker E-5/04, E-6/04 and E-7/04 Fesil og Finnfjord, EFTA Ct. Rep. 2005 s. 117, avsnitt 163. Ifølge ESA må den skjønnsadgang som medlemsstatene innehar med hensyn til gjennomføringen av direktivets artikkel 5 nr. 4 annet ledd, fortolkes snevert da den er et unntak fra den alminnelige regelen i første ledd. I tillegg understreker ESA at prinsippene om lik behandling og vern av minoritetsaksjonærer som direktivets artikkel 3 nr. 1 bokstav a viser til, må følges. Justering av prisen nedover uten tilfredsstillende begrunnelse vil ikke gi vern for de andre innehaverne av verdipapirer, mens en justering av prisen oppover uten tilfredsstillende begrunnelse vil kunne avskrekke tilbydere.

45 Euopakommisjonen bemerker at den ikke-uttømmende listen med eksempler i direktiv 2004/25 artikkel 5 nr. 4 annet ledd antyder en ganske presis standard for definisjonen av hvilke relevante omstendigheter og kriterier som kan anses å være "klart definert". Bestemmelsene i verdipapirhandelloven gir hverken noen definisjon av begrepet "markedskurs" eller veiledning med hensyn til når det er "klart" at markedskursen er høyere på det tidspunkt tilbudsplikten inntre. Under henvisning til tilleggsforklaringene i forarbeidene til verdipapirhandelloven inntar midlertid Kommisjonen det standpunkt at dersom dette tilleggs materialet kan tas med i betraktning av den nasjonale domstolen i dens fortolkning av norsk rett, vil kriteriene være tilstrekkelig klart definert i henhold til direktiv 2004/25 artikkel 5 nr. 4.

Rettens bemerkninger

46 Niende betraktning i direktivets fortale viser til behovet for å fastsette en "rimelig pris i samsvar med en felles definisjon", mens sjette betraktning viser til at reglene for overtakelsestilbud bør være fleksible og også kunne gjelde for nye situasjoner når de oppstår, og derfor bør gi mulighet for unntak.

47 Det er på denne bakgrunn at artikkel 5 nr. 4 annet ledd gir EØS-statene en viss skjønnsadgang til å definere hvilke omstendigheter som gir grunnlag for å gjøre unntak fra hovedregelen ("regelen om høyeste betalte pris") som er fastsatt i direktivets artikkel 5 nr. 4 første ledd. Bestemmelsen lister også opp eksempler på mulige unntak som gjelder, for det første, omstendigheter som tilsier at den tilbudspris som er fastsatt på grunnlag av hovedregelen, ikke er rimelig som følge av særlige forhold, for eksempel fordi markedet har vært manipulert; og, for det andre, situasjoner der andre legitime interesser står på spill, slik som behovet for å gjøre det mulig å redde et foretak i vanskeligheter. Dersom en EØS-stat skal ha mulighet til å håndtere nye situasjoner på en fleksibel måte etter hvert som de oppstår, kan det ikke stilles krav om at hver enkelt situasjon må være beskrevet i detalj på forhånd.

48 Ikke desto mindre sikter direktivet til å oppnå en høy grad av forutberegnelighet for investorer. Dette følger ikke bare av artikkel 5 nr. 4 annet ledd, men også av formålet med direktivet slik dette er uttrykt i fortalens tredje betraktning, nemlig å sikre klarhet og transparens i hele EØS med hensyn til juridiske spørsmål som må løses i tilfeller av overtakelsestilbud. Dette er også i tråd med

rettssikkerhetsprinsippet. Følgelig, for at slike omstendigheter og kriterier som nevnt i artikkel 5 nr. 4 annet ledd skal anses å være "klart definert", må de være utformet på en måte som gjør den nasjonale regel enkel å anvende i de mest typiske tilfeller som omfattes av regelen.

- 49 Kriteriet brukt i den foreliggende nasjonale lovgivning – "markedskursen når tilbudsplikten inntre" – gir ingen indikasjon på hvorvidt kursen skal være et volumvektet gjennomsnitt, om det er nødvendig med faktiske transaksjoner eller om det er tilstrekkelig med stående kjøps- eller salgsordre, samt hvilket tidsintervall som er relevant. Slike spørsmål må besvares i mange, om ikke de fleste, av de saker hvor det typisk oppstår spørsmål om endring av tilbudsprisen. 50 I en sak som den foreliggende kan dermed ikke en henvisning til markedskursen når tilbudsplikten inntre" anses å utgjøre omstendigheter og kriterier som er klart definert, slik direktivets artikkel 5 nr. 4 annet ledd krever. En slik regel vil ikke sette en aktpågivende investor i stand til å få klarhet i omfanget av sine rettigheter og plikter på en slik måte at en justering av den rimelige pris som er fastsatt i henhold til hovedregelen etter artikkel 5 nr. 4 første ledd, kan tillates.
- 51 Dette vil være tilfelle uansett om regelen også krever at det skal være "klart" at markedskursen på tidspunktet for tilbudspliktens inntreden er høyere enn den høyeste pris som er betalt eller avtalt av tilbyder. En slik kvalifisering avklarer ikke de spørsmål som er nevnt i avsnitt 49 ovenfor. Det ligger heller ikke tilstrekkelig klargjøring i slike kommentarer som her er gitt i forarbeidene til verdipapirhandeloven, som spesifiserer, for det første, at markedskursen "bør ha vært stabilt høyere gjennom en periode" for at bestemmelsen skal komme til anvendelse; og, for det andre, at regelen "skal ikke føre til økt tilbudspris i perioder der den aktuelle markedskursen er svært varierende". Dermed er det unødvendig for EFTA-domstolen å ta opp spørsmålet om hvorvidt klargjørende kommentarer i forarbeidene til en slik bestemmelse som vphl. § 6-10 fjerde ledd annet punktum kan bidra til å sikre full gjennomføring av direktivets krav i et nasjonalt rettssystem slik som det det gjelder i foreliggende sak.
- 52 Således må svaret på spørsmålet stilt av den nasjonale domstolen være at uten nærmere klargjøring av uttrykket "markedskurs" er europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF av 21. april 2004 om overtakelsestilbud artikkel 5 nr. 4 annet ledd til hinder for nasjonal lovgivning som bestemmer at den pris som skal tilbys i et tvungent tilbud, skal justeres slik at den blir minst like høy som "markedskursen" i situasjoner der det er klart at "markedskursen" er høyere enn den pris som er beregnet i henhold til den hovedregel som er fastsatt i samsvar med artikkel 5 nr. 4 første ledd. I særdeleshet er det nødvendig med videre klargjøring av hvilket tidsintervall som er relevant for å fastslå "markedskursen", hvorvidt "markedskursen" må beregnes på grunnlag av et volumvektet gjennomsnitt, og om det er nødvendig med faktiske transaksjoner eller om det er tilstrekkelig med stående kjøps- eller salgsordre for å fastslå en "markedskurs".

V Saksomkostninger

- 53 Omkostningene som er påløpt for regjeringene i Norge og Litauen, samt for EFTAs overvåkningsorgan og Europakommisjonen, som har fremmet innlegg for EFTA-domstolen, kan ikke kreves dekket. Ettersom foreleggelsen for EFTA-domstolen utgjør ledd i behandlingen av saken som står for Oslo tingrett, ligger det til tingretten å ta en eventuell avgjørelse om saksomkostninger for partene.

På dette grunnlag avgir

DOMSTOLEN,

som svar på spørsmålet forelagt av Oslo tingrett, følgende rådgivende uttalelse:

Uten nærmere klargjøring av uttrykket "markedskurs" er europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF av 21. april 2004 om overtakelsestilbud artikkel 5 nr. 4 annet ledd til hinder for nasjonal lovgivning som bestemmer at den pris som skal tilbys i et tvungent tilbud, skal justeres slik at den blir minst like høy som "markedskursen" i situasjoner der det er klart at "markedskursen" er høyere enn den pris som er beregnet i henhold til den hovedregel som er fastsatt i samsvar med artikkel 5 nr. 4 første ledd. I særdeleshet er det nødvendig med videre klargjøring av hvilket tidsintervall som er relevant for å fastslå "markedskursen", hvorvidt "markedskursen" må beregnes på grunnlag av et volumvektet gjennomsnitt, og om det er nødvendig med faktiske transaksjoner eller om det er tilstrekkelig med stående kjøps- eller salgsordre for å fastslå en "markedskurs".

3. BØRSKLAGENEMNDENS AVGJØRELSER 2010

3.1 Børsklagenemndens sak 1/2010: Telecomputing ASA

Avgjørelse av 6. januar 2010 av klage fra Infix AS og Steinar Johansen over Oslo Børs ASAs vedtak 24. november 2009 om å godkjenne frivillig tilbud fra Seco Invest AS på samtlige aksjer i Telecomputing ASA.

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Saken gjelder problemstillinger knyttet til likebehandling av aksjonærer i forbindelse med frivillig tilbud.

Oslo Børs (børsen) godkjente 24. november 2009 frivillig tilbud fra Seco Invest AS (Seco, tilbyder) på samtlige utestående aksjer i Telecomputing ASA (Telecomputing).

I brev av 2. desember 2009 ble godkjennelsen påklaget av Infix AS (Infix), som er aksjonær i Telecomputing. Det er redegjort nærmere for klagen fra Infix AS nedenfor under punkt 6.

Steinar Johansen, som også er aksjonær i Telecomputing, påklaget godkjennelsen i faks av 4. desember 2009. Steinar Johansen har samtidig klaget over tilbudsprisen. Det er redegjort nærmere for denne klagen nedenfor under punkt 7.

Seco Invest AS v/advokat Nicolai Klever i advokatfirmaet Gram, Hambro og Garman har kommet med merknader til klagen i brev av 8. desember 2009.

Styret i Oslo Børs har vurdert klagen, men har ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble derfor ved brev av 16. desember 2009 oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Infix AS har kommet med merknader til børsstyrets vedtak av 16. desember 2009 i brev 29. desember 2009.

Seco Invest AS v/advokat Nicolai Klever har kommentert børsstyrets vedtak i brev 5. januar 2010.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 6. januar 2010. Ved behandlingen deltok Bjørg Ven, Trygve Bergsåker, Kirsten Sandberg, Kjersti Trøbråten og Cathrine Hambro.

2. Om tilbyderselskapet og avtalte vilkår for investeringen

Børsen omtaler i sitt vedtak 16. desember 2009 pkt. 2 Seco Invest ASA slik:

"Bak tilbyder står FC Invest AS, ett datterselskap av Ferd AS, Sabaro Invest AS ("Sabaro"), Nobelsystem Scandinavia ("Nobelsystem") og Max Bjerke AS ..."

I børsens vedtak pkt. 3 er det redegjort nærmere for Seco Invest AS og selskapets eiere, og derfra hitsettes:

"Tilbudet er fremsatt av Seco, et nylig stiftet selskap uten annet formål enn å fremsette tilbudet. På bakgrunn av betingede aksjonæravtaler som vil tre i kraft straks alle forbehold under tilbudet er oppfylt, vil Seco være eid av Safe Invest AS (Safe) (92,3 %), Nobelsystem (6,9 %) og Max Bjerke AS (0,8 %) fra samme tidspunkt. Se nærmere om aksjonær- og investeringsavtalene i pkt. 3 under.

Safe Invest AS

Etter gjennomføring av de avtalte transaksjoner vil Safe Invest AS eies med 50 % hver av FC Invest AS og Sabaro Invest AS.

FC-Invest AS (kontrollerer 0 aksjer i Telecomputing) er heleid datterselskap av Ferd AS.

Sabaro Investments Ltd kontrollerer 28 209 761, tilsvarende 75,7 % av aksjene i Telecomputing. Gjennom de avtalte transaksjoner er det Sabaro Investments Ltd 's heleide datterselskap Sabaro Invest AS (kontrollerer 0 aksjer i Telecomputing) som blir eier i Safe.

Nobelsystem Scandinavia AS

Nobelsystem eier 4 218 000 aksjer, tilsvarende 11,4 % av aksjene i Telecomputing. Nobelsystem tok første posisjon i Telecomputing 28. februar 2006.

Nobelsystem er et investeringsselskap eid av Rikard Storvestre. Rikard Storvestre er beskrevet som en profesjonell investor med erfaring med å investere i noterte og unoterte selskaper. Storvestres investeringer gjøres bl.a. gjennom Nobelsystem som har egen administrerende direktør.

Frem til begynnelsen av januar 2008 var Nobelsystem ikke spesielt aktiv, men forvaltet en del verdier. Etter denne tid har selskapet vært aktivt forvaltet av administrerende direktør og investerer i unoterte og noterte aksjer samt eiendom. Nobelsystem søker der det er mulig, å ta aktivt eierskap i sine investeringer, spesielt der selskapet tar langsiktige posisjoner. En del av forvaltningskapitalen brukes også til aktiv trading i aksjer og derivater. Balansen var per utgangen av 2008 omtrent 115 MNOK.

Max Bjerke AS

Max Bjerke AS eier i dag 500 000 aksjer, tilsvarende 1,35 % av aksjene i TCO. Max Bjerke AS er et ikke aktivt investeringsselskap eid av Lars Oscar Bjerke, som har vært ansatt og aksjonær i Telecomputing siden etableringen i 1997. Balansen var per utgangen av 2008 omtrent 6 MNOK, hvorav investeringen i Telecomputing utgjorde ca. 4,2 MNOK".

I børsens vedtak pkt. 3.2 er samarbeidet mellom aksjonærene i Seco beskrevet slik:

"Budet på Telecomputing er foranlediget av langvarige samtaler mellom Ferd og Sabaro. Det ble initielt ført samtaler mellom disse to ut i fra en felles interesse for å ta selskapet av børs.

Telecomputing og Sabaro gjennomførte høsten 2008 en prosess for å evaluere strategiske alternativer for selskapet og Sabaro, jf. børsmeldinger av 14. oktober og 26. november 2008 om oppstart og avslutning av prosessen. Senere gjennomførte ledelsen i Telecomputing to møter med Ferd i etterkant av kvartalspresentasjonene 12. mai 2009 og 8. september 2009. Møtene opplyses å være ordinære møter som ledelsen gjennomfører, og som kun dekket offentlig tilgjengelig informasjon.

I perioden 5. til 12. november 2009 gjennomførte Ferd en begrenset due diligence av Telecomputing.

Det er opplyst at Nobelsystem første gang ble kontaktet av Ferd 19. oktober 2009 med forespørsel om selskapet kunne være interessert i å fortsette som aksjonær. Det pågikk deretter diskusjoner mellom de involverte i noe tid før term sheet ble signert 29. oktober 2009 og endelige avtaler deretter ble signert den 15. november 2009.

Etter det opplyste ble Max Bjerke ved Lars Oscar Bjerke første gang kontaktet 5. november 2009 av Enskilda på vegne av Ferd og Sabaro angående mulig deltakelse i konsortiet. Max Bjerke, Nobelsystem og Safe-Invest AS kom til enighet søndag 15. november, dagen før tilbudet ble annonsert, og signerte avtaler 17. november.

Kun Nobelsystem og Max Bjerke AS ble kontaktet. Seco har opplyst at bakgrunnen for at disse aksjonærene ble kontaktet var både at oppkjøpet ville bli mindre kapitalkrevende i den forstand at Safe-Invest AS' andel av egenkapitalen ble redusert, samt at man anså at aksjonærene i fellesskap ville muliggjøre oppkjøpet. Nobelsystem ble kontaktet først ettersom størrelsen på deres aksjepost var så vidt stor at en negativ tilbakemelding ville umuliggjøre budet. I forhold til Max Bjerke var det også sentralt at dette selskapets aksjonær, Lars Oscar Bjerke, hadde vært aksjonær og ansatt i TeleComputing ASA siden etableringen av selskapet. Max Bjerke er den eneste betydelige aksjonær som er kontrollert av ansatte i TeleComputing AS. Lars Oscar Bjerke har en viktig rolle i selskapet og ble også ansett som en viktig kulturbærer som det var strategisk viktig å alliere seg med. Det ble også antatt at dette ville ha en positiv signaleffekt i forhold til de øvrige ansatte.

Intensjonene om å fremsette et frivillig tilbud på aksjene i Telecomputing ble offentliggjort 16. november 2009".

Børsens vedtak pkt. 4.1 inneholder en redegjørelse for avtalte vilkår for investeringen, og derfra hitsettes følgende om eierforhold og finansiering:

"Tilbudet gjennomføres ved at Sabaro Investments Ltd overdrar sine aksjer i Telecomputing til Seco mot en selgerkreditt tilsvarende NOK 18,15 per aksje. Fordringen knyttet til selgerkreditten overdras til Sabaro Invest AS som igjen vil delvis konvertere denne til aksjer i Safe Invest AS og delvis aksjonærlån fra Sabaro Invest AS til Seco.

FC Invest AS vil bidra med en kontantsum på om lag 253 MNOK i kontanter tilsvarende halvparten av verdien av Sabaro Investments Ltd sine aksjer med

samme ratio mellom egenkapital og aksjonærlån som Sabaro Invest AS. Dette skjer ved kontantemisjon i Safe rettet mot FC Invest AS og aksjonærlån fra FC Invest AS til Seco.

Nobelssystem og Max Bjerke AS vil på tilsvarende vis overdra aksjene i Telecomputing til Seco for et vederlag tilsvarende NOK 18,15 per aksje. Oppgjøret for aksjene vil gjøres opp delvis (ca 50 %) gjennom kontantavregning, og delvis gjennom konvertering til egenkapital og aksjonærlån.

Samtlige av aksjonærene unntatt FC Invest er med på å finansiere oppkjøpet i samme forhold som sine respektive eierandeler i Telecomputing, og samtlige aksjonærer deltar i samme ratio i forhold til egenkapital og aksjonærlån.

Den overskytende delen er finansiert gjennom et lån fra Skandinaviska Enskilda Banken AB til Seco med finansieringsramme 126 MNOK. Alle Seco-aksjonærene er indirekte eksponert for fremmekapitalfinansieringen i Seco Invest AS".

I vedtaket pkt. 4.2 redegjør børsen slik for øvrige rettigheter i forbindelse med investeringen:

"Aksjonærenes innflytelse i Safe følger i hovedsak aksjelovens bestemmelser. Det er avtalt at ingen aksjonærer kan kreve at Safe tvangsløser øvrige aksjonærer.

Det er i tillegg inntatt bestemmelser hvor Nobelssystem har vetorett mot (i) vedtektsendringer som kan være av vesentlig negativ betydning for Nobelssystem og (ii) visse avtaler mellom Seco konsernet og Ferd AS eller Sabaro Investments eller deres nærstående. Forutsetningen for slik vetorett er at Nobelssystem eier minimum 3,5 % av aksjene i Seco.

Aksjonæravtalene har også bestemmelser om medsalgsrett og -plikt for Nobelssystem og forkjøpsrett for Safe dersom de øvrige aksjonærene vil selge seg ut".

3. Sakens bakgrunn

Seco Invest AS kunngjorde i børs melding 16. november 2009 at selskapet, på visse vilkår, hadde intensjon om å fremme et frivillig tilbud på samtlige aksjer i Telecomputing. Det er redegjort nærmere for Seco ovenfor under pkt. 2, herunder er selskapets eiere og samarbeidet mellom aksjonærene i Seco omtalt, og det vises til fremstillingen der.

I brev av 18. november 2009 til børsen anførte Infix AS v/Kjetil Johnsen at avtalen mellom Seco og to minoritetsaksjonærer i Telecomputing utgjorde brudd på prinsippet om likebehandling av aksjonærer.

I brev av 20. november 2009 til Kjetil Johnsen uttalte børsen blant annet at plikten til ikke å forskjellsbehandle aksjonærer gjelder ved fremsettelse av tilbud, og at børsen antok at plikten inntreffer fra det tidspunkt tilbudet er offentliggjort.

Seco fremsatte 25. november 2009 frivillig tilbud på samtlige utestående aksjer i Telecomputing. Tilbudsdokumentet er datert 24. november 2009, og tilbudsprisen er NOK 18,15 per aksje i kontanter. Tilbudsperioden er ifølge tilbudsdokumentet fra 25. november 2009 til 7. januar 2010.

Tilbudet fra Seco ble godkjent av Oslo Børs 24. november 2009.

Infix klaget i brev av 2. desember 2009 over børsens godkjenning av tilbudet. Infix eier ifølge klagen 134 500 aksjer i Telecomputing. Det er redegjort nærmere for klagen fra Infix nedenfor under pkt. 6, og det vises til fremstillingen der.

I faks av 4. desember 2009 klaget Steinar Johansen over børsens godkjenning. Steinar Johansen eier ifølge klagen 50 000 aksjer i Telecomputing. Det er redegjort nærmere for klagen fra Steinar Johansen nedenfor under pkt. 7, og det vises til fremstillingen der.

Børsen oversendte klagen fra Infix og Steinar Johansen til Seco m.fl. i e-poster av 4. og 7. desember 2009. Børsen foretok dessuten i et udatert notat en ny gjennomgang av rettskildene knyttet til reglene om likebehandling, og oversendte gjennomgangen til Seco og Secos eiere i e-post 4. desember 2009. Børsen stilte samtidig spørsmål til Seco, Nobelsystem og Max Bjerke for å avklare faktum.

Seco v/advokat Nicolai Klever imøtegikk klagen i brev av 8. desember 2009.

Infix og Steinar Johansen har i hvert sitt brev datert henholdsvis 9. og 10. desember 2009 kommet med kommentarer til Secos brev av 8. desember 2009.

Øvrige opplysninger om klagesaken fremgår ovenfor under punkt 1, og det vises til fremstillingen der. Det er ellers i saksdokumentene opplyst at tilbyderne i midten av november kjøpte ytterligere aksjer i Telecomputing over børs, slik at de nå representerer over 90 % av selskapets aksjer.

4. Rettslig grunnlag

Verdipapirhandelloven (lov 29. juni 2007 nr. 75) kapittel 6 inneholder regler om tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp.

Verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd lyder:

"Tilbyder skal ikke forskjellsbehandle aksjeeiere ved fremsettelse av tilbud".

Det følger av verdipapirhandelloven § 6-19 første ledd at § 6-10 niende ledd får tilsvarende anvendelse ved frivillige tilbud som innebærer at tilbudsplikt etter § 6-1 inntrer hvis tilbudet aksepteres av dem som kan benytte det.

5. Børsens vedtak

Børsstyrets vedtak av 16. desember 2009 inneholder en redegjørelse for sakens bakgrunn, tilbyder, avtalte vilkår for investeringen, klagen og tilsvaret. I vedtaket pkt. 7 fremgår børsens merknader, jf. nærmere gjennomgang nedenfor.

5.1 Klage over tilbudsprisen

I vedtakets pkt 7 behandler børsstyret først den delen av klagen fra Steinar Johansen som gjelder tilbudsprisen, og uttaler i den forbindelse følgende:

"Det er ikke angitt noe rettslig grunnlag for denne anførselen. Børsen kan heller ikke se at det foreligger bestemmelser som tilsier at et tilbud skal reflektere underliggende verdier og kan derfor ikke se at denne anførselen kan føre frem.

At tilbudsprisen kanskje måtte settes høyere for å nå ønsket oppslutning dersom tilbyder ikke allerede var sikret nesten 90 prosent oppslutning ved fremsettelse av budet, endrer ikke dette".

5.2 Likebehandlingsprinsippet

Børsstyret behandler i vedtaket pkt. 7.3 flg. de to klagene når det gjelder spørsmålet om likebehandling av aksjeeiere.

I vedtaket tar børsstyret utgangspunkt i at aksjonærer og investorer fritt kan avtale samarbeid med andre, men at en begrensning følger av verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd, jf. § 6-19 første ledd. Børsstyret uttaler:

"Spørsmålet her er om bestemmelsen får anvendelse på avtaler som er inngått før tilbudet fremsettes.

Det er klart at avtaler uten tilknytning til et tilbud som er inngått og gjennomført før tilbudet faller utenfor bestemmelsen. Det høyeste vederlag tilbyder har betalt for aksjer de siste seks månedene før tilbudsplikt vil imidlertid utgjøre minstepris for et pliktig tilbud etter vphl § 6-10 (4). Tilsvarende synes det ikke omdiskutert at avtale som er inngått etter at et tilbud fremsettes, vil omfattes av bestemmelsen.

Børsen har i sin praksis tolket "ved fremsettelse av tilbud" som en tidsmessig avgrensning slik at avtaler som er inngått før tilbudet fremsettes eller tilbudsplikten inntreffer, har vært ansett for å falle utenfor bestemmelsen. Slik også ved godkjenningen av tilbudet i herværende sak. Børsens praksis omtales nærmere lenger ned.

En alternativ tolkning er at "ved fremsettelse av tilbud" er en saklig avgrensning. En slik tolkning innebærer at man vil måtte ta hensyn til forbudet mot forskjellsbehandling også forut for fremsettelsen av tilbudet dersom den aktuelle handling har tilstrekkelig tilknytning til et tilbud.

Selv om ordlyden åpner for en slik alternativ tolkning, trekker den mest i retning av at dette er en tidsmessig avgrensning. Som saklighetsavgrensning er "ved fremsettelse av tilbudet" unødvendig fordi ordet "tilbyder" og plasseringen i verdipapirhandelloven kap 6 angir tilstrekkelig det saklige anvendelsesområdet".

Børsstyret viser til at bestemmelsen som nå er plassert i verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd, kom inn i verdipapirhandelloven 1997 § 4-10 niende ledd etter forslag fra Oslo Børs, og etter inspirasjon fra børsforskriften 1994 § 7-2. Børsstyret siterer deretter børsforskriften 1994 § 7-2, som lød:

"Alle aksjonærer omfattet av tilbudet skal behandles likt ved avgitt overtagelsestilbud og har krav på samme, fullstendige informasjon. Et tilbud skal avgis skriftlig. Tilbudet skal gjelde i minst 2 uker."

Deretter viser børsstyret til Ot.prp. nr. 29 (1996-97) pkt. 9.2.1, der departementet blant annet uttaler at det "slutter seg til Oslo Børs forslag om en særskilt bestemmelse som gir tilbyder en generell likebehandlingsplikt i forbindelse med at det blir satt fram tilbud." Lovens forarbeider trekker ifølge børsstyret i retning av at bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd ikke er ment som en skarp tidsavgrensning.

Uttrykket "ved avgitt overtagelsestilbud" i børsforskriften 1994 åpner ifølge børsstyret for begge tolkninger, men trekker etter børsstyrets oppfatning isolert sett mest i retning av å være en tidsavgrensning til et tidspunkt etter avgivelse av tilbudet.

Børsstyret viser til at verdipapirhandelloven 1997 § 4-10 niende ledd ble videreført i gjeldende verdipapirhandellov uten endringer i ordlyden. Børsstyret uttaler videre:

"Med 2007-loven gjennomførte Norge EUs direktiv om selskapsovertagelser. Direktivet art 3(1) oppstiller prinsipper som medlemsstatene skal overholde ved gjennomføring av direktivet i nasjonal rett. Det første prinsippet, art 3(1)a lyder:

"all holders of the securities of an offeree company of the same class must be afforded equivalent treatment, moreover if a person acquires control of a company, the other holders of securities must be protected."

I forarbeidene til 2007-loven, NOU 2005:17 side 16, legger verdipapirhandellovutvalget til grunn at likebehandlingsprinsippet i direktivet allerede er gjennomført med verdipapirhandelloven § 4-10 siste ledd (som altså ble videreført som verdipapirhandelloven § 6-10 (9)). At det refereres til "offeree company" kan vanskelig ses som noen skarp tidsavgrensning slik Seco Invest hevder. Heller ikke det at siste bisetning viser til kontrollskiftesituasjon, kan ses som noe annet enn et saklig tilknytningspunkt. Det faktum at direktivets likebehandlingsprinsipp ikke er tidsmessig avgrenset til selve tilbudsfremsettelsen, tilsier at det heller ikke i norsk rett skal innfortolkes en slik avgrensning, jf prinsippet om at norsk rett innenfor EØS-avtalens område skal presumeres å være i tråd med EØS-retten. Heller ikke forarbeidene til 2007-loven tyder på at bestemmelsen er ment å tidsmessig avgrense forskjellsbehandlingsforbudet til avtaler inngått etter fremsettelsen av tilbud.

Sammenhengen i regelverket, kan åpne for ulik behandling av frivillige og pliktige tilbud. Bestemmelsen om frivillig tilbud får etter verdipapirhandelloven § 6-19 anvendelse på markedsmessige tilbud som fører til at den første tilbudspliktterskelen passerer dersom tilbudet aksepteres, selv om tilbudet altså ikke er rettet mot alle aksjonærer. Bestemmelsen i § 6-10 (2) om at tilbudet skal omfatte alle selskapets aksjer er ikke gitt anvendelse for frivillige tilbud. Det er således noe uklart om § 6-10 (9) skal forstås på ordet, d v s at også frivillige tilbud skal omfatte alle aksjonærer. Alternativt må den forstås som børsforskriften av 1994 § 7-2 til å gjelde de aksjonærer som er omfattet av tilbudet. I så fall er det lite naturlig med en strengt fortolket likebehandlingsplikt i frivillige tilbud".

Børsstyret påpeker at det ikke foreligger praksis fra domstoler eller Børsklagenemnden om forståelsen av bestemmelsen, og at det heller ikke har vært konkrete klagesaker om dette.

I kommentarutgave til verdipapirhandelloven 1997 av Bechmann, Bergo m.fl. side 349 vises det til børsens praksis, og det legges i kommentarutgaven til grunn at det foreligger en tidsmessig avgrensning for når forbudet mot forskjellsbehandling inntreffer.

I børsens praksis er det flere uttalelser som gir uttrykk for at bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd har en tidsavgrensning mot avtaler som er inngått før tilbudet annonseres. Børsstyret siterer følgende fra en uttalelse inntatt i Vedtak og uttalelser 1993 side 73 vedrørende Norsk Hydros annonserte tilbud på Saga Petroleum (som gjaldt avtale inngått etter annonsering av tilbudet):

"Som nevnt vil Oslo Børs anse et tilbud fremsatt av Y som bygger på avtale, inngått etter at tilbudet er annonsert, der Z avstår fra å akseptere tilbudet mot senere å få oppgjør for sine aksjer i form av eiendeler i X, for å være i strid med kravet til likebehandling av aksjeeiere etter verdipapirhandelloven § 4-10 siste ledd jf § 4-18." (vår understrekning).

Problemstillingen omhandles ifølge børsstyret dels også i Vedtak og uttalelser 2001 side 93. Saken gjaldt en forespørsel om Finnforest, som hadde gjennomført et frivillig tilbud og var i forkant av en tilbudspliktsituasjon, kunne inngå særavtaler med noen skogeierforeninger som også var aksjonærer i Moelven ASA. Børsen antok her at denne typen aksjonæravtaler ikke var en slik forskjellsbehandling som var omfattet av likebehandlingsreglen, men uttalelsen er ifølge børsstyret noe uklar med hensyn til det tidsmessige virkeområdet, og børsstyret siterer følgende fra uttalelsen:

"Det er usikkert om forbudet i vphl § 4-10 siste ledd gjelder i et tilfelle som dette hvor akseptfristen for det frivillige tilbudet er utløpt, mens det ennå ikke er inntrådt tilbudsplikt. Etter ordlyden – "ved fremsettelse av tilbudet" synes slike tilfeller å falle utenfor. Muligens er det likevel grunnlag for å hevde at relevant forskjellsbehandling rammes også hvor man befinner seg i en "betinget tilbudspliktperiode" såfremt det er rimelig stor sannsynlighet for at tilbudsplikt vil inntre. Oslo Børs vil uansett anbefale at prinsippet følges også i den periode Finnforest nå befinner seg i."

Børsstyret viser også til Vedtak og uttalelser 1997 side 40, der det er gjengitt en uttalelse hvor det påpekes at tilbyders opsjoner før tilbudet faller utenfor likebehandlingsregelen, mens opsjoner kjøpt etter vil omfattes.

Deretter nevner børsstyret flere konkrete eksempler på tilbud som er godkjent av børsen.

Børsstyret redegjør for reelle hensyn bak likebehandlingsreglen, herunder hensynet til verdipapirmarkedets integritet. Regelen skal motvirke den fare for misbruk som ligger i spenningen mellom en eier med bestemmende innflytelse og minoriteten. I motsatt retning trekker hensynet til næringslivets behov for å foreta forretningsmessig ønskede strukturtilpasninger og utvikling.

Børsstyret viser også til at forståelsen av likebehandlingsregelen har stor betydning for hvordan selskapsovertakelser gjøres.

Børsstyret uttaler videre:

"Praksisen med å tillate enkeltaksjonærer å delta som del av budgiverselskapet gjør at tilbyderer lettere får aksjer som gir den kontroll han ønsker, hvilket gjerne gir en lavere tilbudspris. Tilbyder har fått denne kontrollen kanskje uten å måtte betale kontrollpremie, eller med en liten kontrollpremie. Utvalget av aksjonærer som inviteres med i tilbyderselskapet, vil ofte kunne være aksjonærer som ellers ville kreve høyest pris for å selge. Minoritetsaksjonærene vil kunne ha et vanskelig valg mellom et lavt tilbud og en lite likvid aksje, kanskje også uten børsnotering. Etter børsens vurdering kan denne type særavtaler utgjøre en uthuling i forhold til de hensyn tilbudsreglene skal ivareta. En tilbyder vil for å unngå den åpne prissetting et åpent tilbud normalt gir, kunne henvende seg enkeltvis til så mange aksjonærer som er nødvendig for å få den kontroll som skal til uten kontrollskifte. Prissettingen av kontrollskifte vil da kunne foregå etter avnoteringen og utenfor tilbudsreglene."

Deretter viser børsstyret til de svenske reglene om oppkjøpstilbud, som etter børsens syn gir veiledning for forståelsen av et mer allment likebehandlingsprinsipp ut fra markedspraksis og EU-direktivet om oppkjøpstilbud.

Børsen mener det neppe er en høyere terskel for omgjøring av godkjennelsen enn

oppretholdelse av godkjenningen. Omgjøring vil være til ugunst for tilbyder, men oppretholdelse av godkjenningen vil være til ugunst for de øvrige aksjonærene. Børsstyret uttaler videre:

”Etter børsens oppfatning taler en samlet vurdering for at likebehandlingsbestemmelsen ikke har en skarp tidsmessig avgrensning, men får anvendelse hvor tilknytningen til en tilbudssituasjon er tilstrekkelig sterk. Børsen finner det samtidig vanskelig å brått endre praksis hvor både denne og dagens fortolkning må sies å være innenfor hva som er forsvarlig tolkning. Børsen har således under tvil kommet til at likebehandlingsbestemmelsen i verdipapirhandelloven § 6-10 (9) ikke får anvendelse på avtalene med de to aksjonærene i forkant av Seco Invests tilbud på Telecomputing. Klagen skal da sendes Børsklagenemnden for behandling”.

5.3 Subsidiært – den konkrete situasjonen

Subsidiært, for det tilfelle at Børsklagenemnden skulle komme til at verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd ikke inneholder noen streng tidsavgrensning, har børsstyret noen bemerkninger til Secos anførsler. Børsstyret viser til at Seco subsidiært har anført at avtalene ikke har en slik saklig sammenheng med tilbudet at de omfattes, og børsstyret bemerker i den forbindelse følgende:

Med en slik fortolkning vil det måtte skilles mellom det som reelt sett er en særbehandling av enkeltaksjonærer som omfattes av bestemmelsen, og det som reelt sett er etablering av aksjonærsamarbeid som faller utenfor. Ofte vil det være åpenbart hvilken kategori en avtale faller under, men i grensetilfeller vil det måtte gjøres en konkret vurdering. Momenter i en slik vurdering vil blant annet være hvor mange og hvilken type aksjonærer som kontaktes, hvem som tok initiativ, om aksjonæren bidrar med finansiering av tilbudet, om han har innflytelse i budselskapet og/eller budprosessen og hvor nær tilknytning det er mellom samarbeidsavtalen og tilbudet.

Felles for både Max Bjerke AS og Nobelssystem er at gjennomføring av tilbudet er gjort til en forutsetning for gjennomføring av samarbeidsavtalene. Max Bjerke AS er med sine 1,35 % av aksjene i Telecomputing en liten aksjonær, i hvert fall sett i forhold til Sabaro og Nobelssystem. Max Bjerke AS har vært langvarig eier i Telecomputing. Selskapet er et privat holdingselskap for eieren som er ansatt i målselskapet. Aksjonæren Max Bjerke AS skiller seg således klart ut fra majoriteteieren Sabaro og Ferd. Bidraget til finansieringen av tilbudet og innflytelse i budselskapet er svært begrenset. Videre ble Max Bjerke invitert med i tilbudskonsortiet på et sent tidspunkt og kan ikke antas å ha hatt noen som helst innflytelse i denne. Max Bjerke ble også invitert med fordi deltagelse i tilbudsselskapet av en som var med å etablere Telecomputing og med langvarig ansettelsesforhold, ble antatt å ha en signaleffekt overfor øvrige aksjonærer. På denne bakgrunn synes Max Bjerke AS ikke naturlig sies å delta i et aksjonærsamarbeid som faller utenfor likebehandlingskravet.

Nobelssystem derimot er en langt større aksjonær med sine 11,4 %. Nobelssystem fremstår også som en annen aksjonærtype ved at selskapet er et aktivt investeringsselskap av noe større størrelse. Innflytelsen i tilbyder, tilbudsprosessen og bidraget ved finansieringen er også begrenset. Innskutt kapital er begrenset til aksjer realisert ved salget. Også Nobelssystem ble invitert inn i tilbudsselskapet på et sent tidspunkt dog tidligere enn Bjerke, og det er uttalt at Nobelssystem ble invitert med for å muliggjøre oppkjøpet. Det kan derfor hevdes at også Nobelssystem i realiteten er en særbehandlet aksjonær, og ingen

reell deltager i et aksjonærsamarbeid, men dette er langt mer usikkert enn for Bjerke”.

5.4 Forskjellsbehandling

Når det gjelder Secos atter subsidiære anførsel om at tilbudet til Max Bjerke AS og Nobelsystem ikke innebærer en forskjellsbehandling som kan begrunne omgjøring, uttaler børsstyret følgende:

”Børsen slutter seg ikke til Secos vurdering på dette punkt. Det er ikke grunnlag for at hevde at vederlagets art er uten betydning for likebehandlingsspørsmålet. Det ligger en åpenbar forskjell i å få tilbud om å akseptere tilbudet mot oppgjør i kontanter, alternativt tvangsinnløsning til samme pris, i motsetning til å være med videre i et selskap aksjonæren har tro på”.

5.5 Børsens konklusjon

Børsstyret fattet deretter slikt vedtak:

”Klage over vedtak om godkjenning av frivillig tilbud fra Seco Invest AS på aksjene i Telecomputing ASA tas ikke til følge. Saken oversendes Børsklagenemnden for behandling”.

6. Anførsler fra klager Infix AS

Infix AS v/eier Kjetil Johnsen påklager børsens godkjenning av tilbudet fra Seco på aksjene i Telecomputing. Tilbudet fra Seco er etter klagers oppfatning i strid med likebehandlingsprinsippet.

Infix mener børsens tolkning av børsreglementet i denne saken er ulogisk, og ikke egnet til å realisere børsreglementets intensjoner om beskyttelse av minoritetsaksjonærer. Infix begrunner i hovedsak klagen med følgende:

- Oslo Børs hevder at likebehandlingsprinsippet først gjelder når det fremsettes et formelt tilbud til minoritetsaksjonærene. Klager mener det foreligger brudd på likebehandlingsprinsippet allerede i det øyeblikk majoritetsaksjonær har initiert dialog med et utvalg av minoritetsaksjonærene. Forskjellsbehandlingen har stor praktisk betydning, fordi den etablerer en situasjon der majoritetsseier settes i stand til å tvangsinnløse de øvrige minoritetsaksjonærene.
- Børsens forståelse av likebehandlingsprinsippet medfører at minoritetsaksjonærer i praksis står uten beskyttelse. Børsens tolkning innebærer at en tilbyder bare må sørge for å gjøre de nødvendige avtaler før tilbyder setter frem et formelt tilbud.
- Aksjonærer i børsnoterte selskaper bør gis en høy grad av sikkerhet og forutsigbarhet for at de får ta del i selskapenes verdiskapning over tid. Hvis ikke, åpnes det for at en gruppe aksjonærer effektivt kan sørge for at verdiene i et børsnotert selskap skjevfordes.
- En rimelig tolkning av likebehandlingsprinsippet i saken er at majoritetsaksjonæren i Telecomputing må sette frem identisk tilbud til alle minoritetsaksjonærer i selskapet, alternativt forsøke å kjøpe utestående aksjer over børs. Bare disse fremgangsmåtene gir et legitimt grunnlag for tvangsinnløsning.

- Selv om man kan anføre at den prisen som foreslås i en eventuell fremtidig tvangsinnløsning ikke gjenspeiler selskapets verdi, er ikke det et argument for at man skal akseptere brudd på likebehandlingsprinsippet i den prosessen som eventuelt etablerer grunnlag for tvangsinnløsning.
- Så vidt klager er kjent med, har Børsklagenemnden ikke tidligere vurdert disse problemstillingene. Klager mener at en grenseoppgang når det gjelder forståelsen av likebehandlingsprinsippet har stor prinsipiell betydning utover den aktuelle saken, og det er i seg selv godt nok grunnlag for å bringe saken inn for Børsklagenemnden.

Infix mener videre at det ikke er noen tvil om at det er så åpenbar og nær sammenheng mellom tilbudet som er gitt Nobelsystem Scandinavia AS og Max Bjerke på den ene siden og de øvrige aksjonærene i Telecomputing på den andre siden, at det blir meningsløst å vurdere de to prosessene hver for seg. Den beste dokumentasjon på dette ligger i Seco Invest v/advokat Nicolai Klevers brev til Oslo Børs av 8. desember 2009, der det fremgår uttrykkelig at hensikten med å invitere med Nobelsystem og Max Bjerke, var å etablere en situasjon der de øvrige aksjonærer kunne tvangsinnløses, og at *"man anså at aksjonærene i fellesskap ville muliggjøre oppkjøpet"*.

Infix understreker videre at Oslo Børs ikke har etablert noen entydig praksis på området. Det har heller ikke vært klagesaker om denne konkrete problemstillingen. Infix uttaler i brev av 29. desember 2009 videre:

"Børsens egen praksis kan da ikke være avgjørende, og spesielt ikke i et tilfelle hvor Børsstyret selv ser at praksisen er i tvilsom samsvar med loven."

7. Anførsler fra klager Steinar Johnsen

Klager Steinar Johansen mener at Sabaro og Ferds betingede avtale med Nobelsystem Scandinavia AS og Max Bjerke AS innebærer en bevisst forskjellsbehandling av flere hundre små aksjonærer i Telecomputing. Forholdet er i strid med prinsippet om likebehandling av aksjonærer. Likebehandling foregår ved at aksjonærene får lik og samtidig tilgang til informasjon. I foreliggende sak har det foregått forhandlinger og kjøpslåing om verdier med to mindre aksjonærer som får tilbud om å være med videre dersom de sikrer nok stemmer (90 prosent). Disse to aksjonærene har fått store fordeler, og de er de eneste som har fått mulighet til å delta videre på eiersiden.

Steinar Johansen viser videre til at Sabaro Investments Ltd i 2006 fremsatte et tilbud på samtlige aksjer i Telecomputing til en pris på NOK 16,80. Omsetningen i første kvartal i 2006 var på ca 125 millioner, og EBIT før ekstraordinære avsetninger var bare 8,8 millioner. Kontantstrømmen var omtrent null. Nå er imidlertid omsetningen over 212 millioner, EBIT før ekstraordinære avsetninger er 20,1 millioner, og kontantstrømmen 36,6 millioner. Tilbudet som klager nå skal tvangsutløses med, er på NOK 18,15. Tilbudsprisen bør ligge på minst det dobbelte før det godtas av børsen og småaksjonærene.

8. Seco Invest AS´ anførsler

Seco Invest AS v/advokat Nicolai Klever krever at børsens vedtak om å godkjenne det frivillige tilbudet opprettholdes.

Det finnes etter Secos oppfatning ikke hjemmel for omgjøring av godkjennelsesvedtaket. Seco har heller ikke forskjellsbehandlet de øvrige aksjonærene i Telecomputing.

8.1 Tidsavgrensning i verdipapirhandeloven § 6-10 niende ledd

Seco legger til grunn at klagerne har ment å vise til bestemmelsen i verdipapirhandeloven § 6-10 niende ledd. Børsens gjennomgang av rettskildesituasjonen bygger på et eventuelt brudd på nevnte bestemmelse.

Børsen åpner i sin gjennomgang av rettskildesituasjonen etter Secos syn for en uriktig tolkning av verdipapirhandeloven § 6-10 niende ledd. Seco uttaler videre:

"Bestemmelsen må forstås slik at det gjelder forbud mot å forskjellsbehandle aksjeeiere som er omfattet av tilbudet. I dette tilfellet har tre aksjeeiere og en ikke-aksjeeier i fellesskap fremmet et tilbud gjennom tilbyderselskapet, og slike felles bud er ikke omfattet av bestemmelsen. Dette følger direkte av en språklig forståelse av ordlyden "ved fremsettelse av tilbud". Et forbud mot forskjellsbehandling vil derfor inntre etter at tilbudet er fremsatt og ikke forut for at tilbudet fremmes. Det er derfor riktig som Oslo Børs skriver i sitt brev av 20. november 2009 at dette innebærer et tidsmessig skille for når bestemmelsen kommer til anvendelse."

Verdipapirhandeloven § 6-10 niende ledd tilsvarer verdipapirhandeloven 1997 § 4-10 niende ledd. Seco Invest viser til forarbeidene til sistnevnte bestemmelse, jf. Ot.prp. nr. 29 (1996-97) side 65 og side 83. Seco Invest viser også til den tidligere børsforskriften § 7-2, der første punktum lød (Seco Invests understrekning):

"Alle aksjonærer omfattet av tilbudet skal behandles likt ved avgitt overtagelsestilbud og har krav på samme, fullstendige informasjon."

En språklig forståelse av den tidligere forskriftsbestemmelsen støtter Seco Invests syn om at det kun er "aksjonærer omfattet av tilbudet" som skal behandles likt. Videre inntre likebehandlingsplikten kun ved avgitt overtagelsestilbud, slik at det etter nevnte forskriftsbestemmelse var angitt en tidmessig avgrensning. Børsen har i sin oversikt over rettskildene lagt til grunn en uriktig forståelse av historikken til verdipapirhandeloven § 6-10 niende ledd.

I dette tilfellet er alle aksjonærer som er omfattet av tilbudet gitt samme rett, nemlig et kontant oppgjør på NOK 18,15 per aksje. Det finnes ikke holdepunkter for at lovgiver ønsket å endre rettstilstanden ved ny verdipapirhandellov.

Børsen har stilt spørsmål om norsk rett er i strid med EUs direktiv om overtagelsestilbud på dette punkt. Seco Invest mener børsen legger en uriktig forståelse av direktivteksten til grunn. Seco siterer følgende fra direktivet art. 3(1)a:

"all holders of the securities of an offeree company of the same class must be afforded equivalent treatment; moreover, if a person acquires control of a company, the other holders of securities must be protected;"

Begrepet "offeree company" trekker i retning av en tidmessig avgrensning, det er først når bud er fremsatt at målselskapet kan anses som et "offeree company". Videre angir direktivet at de øvrige aksjeeierne skal beskyttes når "a person acquires control". Direktivet legger til grunn et skille hvor det først er når kontroll oppnås at de øvrige aksjeeierne skal gis beskyttelse. Det kan ikke legges til grunn at direktivet inneholder konkrete bestemmelser som hindrer en slik tidmessig avgrensning som følger av verdipapirhandeloven § 6-10 niende ledd. Direktivet inneholder generelle bestemmelser om likebehandling, og det åpnes for at nasjonal lovgivning kan inneholde presiserende bestemmelser.

Børsen viser til at svenske regler om oppkjøpstilbud inneholder en strengere regulering av forskjellsbehandlingsbestemmelsene. Børsen kommenterer imidlertid ikke at svenske regler åpner for at det kan tilbys ulikt oppgjør, så lenge verdien er lik. Seco anser uansett børsens henvisning til de svenske reglene som lite hensiktsmessige, siden norske og svenske regler om oppkjøpstilbud på en rekke områder er totalt forskjellige.

Seco fremhever videre hvordan Oslo Børs i mange år har praktisert bestemmelsene om likebehandling i tilbudssituasjoner, og viser til Moelven-saken (vedtak og uttalelser 2001 side 94), og siterer blant annet følgende fra nevnte uttalelse:

”Formålet bak tilbudspliktreglene er først og fremst å gi minoritetsaksjonærer en exit-mulighet ved kontrollskifte samt å sikre disse en andel av en eventuell kontrollpremie. Det forhold at en tilbyder inngår aksjonæravtale med en eller flere minoritetsaksjonærer, kan ikke i seg selv ses å stride mot formålet bak reglene så fremt aksjonæravtalen regulerer forhold knyttet til utøvelsen av fremtidig eierskap. At ikke alle minoritetsaksjonærer som ikke ønsker å selge gis adgang til å bli part i en eventuell aksjonæravtale er kun et utslag av det alminnelige prinsipp om aksjonærers rett til å inngå avtale med utvalgte aksjonærer etter eget skjønn. Det kan ikke ses å foreligge tungtveiende hensyn som taler for å innskrenke denne adgangen i forbindelse med fremsettelsen av tilbud. Tvert imot vil det kunne fremstå som urimelig at tilbyderen i tilbudsperioden skulle være avskåret fra å legge til rette for utøvelse av fremtidig eierskap i selskapet i form av fremforhandling og inngåelse av en aksjonæravtale med de minoritetsaksjonærer tilbyderen ser det som interessant å samarbeide med.”

Det har ikke kommet uttalelser i motsatt retning av Moelven-saken, så vidt Seco er kjent med. Børsen har i samtlige saker som Seco kjenner til lagt til grunn at forbudet mot forskjellsbehandling først inntreffer etter at tilbudet er fremsatt. Dette har dannet grunnlaget for en generell og klar oppfatning blant aktørene i markedet om at verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd er avgrenset til å gjelde tidsmessig fra tilbudet fremsettes. Seco mener det er feil lovanvendelse når børsen i sin gjennomgang unnlater å kommentere og vektlegge betydningen av egen, langvarig praksis.

At kravet til likebehandling må avgrenses til å gjelde fra og med tilbud fremsettes, følger også klart av kommentarutgaven til verdipapirhandelloven 1997 av Bechmann, Bergo m.fl. side 349 flg.

Seco mener det må legges særlig vekt på børsens opparbeidede praksis. Tilbyder har i foreliggende sak strukturert oppkjøpet i tillit til den etablerte praksis.

Det må også tillegges svært stor vekt at en eventuell praksisendring i tillegg vil være i strid med hva børsen konkret har kommunisert til tilbyder tidligere i denne saken. Børsen har ved kontakt i forkant av godkjennelsen av tilbudet fått innblikk i de faktiske sider av saken.

Samme løsning følger også av legalitetsprinsippet.

Børsens forvaltningspraksis har dessuten vært tydelig kommunisert, blant annet gjennom børsens årlige offentliggjøring av vedtak og uttalelser for foregående år. Det er i tillegg grunn til å legge betydelig vekt på børsens forvaltningspraksis fordi den er i samsvar med en naturlig forståelse av lovbestemmelsen, og fordi børsen er et kompetent besatt ekspertorgan som blant annet nettopp har blitt tillagt kompetanse i loven til å godkjenne eller avstå fra å godkjenne tilbud og tilbudsdokument.

Også reelle hensyn taler for at børsens godkjenning opprettholdes. En endring av godkjenningen vil få vidtrekkende konsekvenser og være uforholdsmessig byrdefull for Seco. Tilbyder er bundet av forpliktende låneavtaler, og har begynt å innrette seg med henblikk på gjennomføring av tilbudet, samt pådratt seg kostnader gjennom oppkjøpet. Aksjonærene i Seco er dessuten bundet av investeringsavtaler og aksjonæravtaler. Også andre markedsaktører antas å bli rammet. Etter at tilbudet ble fremsatt har handelen i Telecomputing økt betydelig, og aksjekursen ligger tett opp til tilbudsprisen.

Seco fremhever videre at adgangen til å omgjøre forvaltningsvedtak bør benyttes med varsomhet, jf. kommentarutgave til forvaltningsloven av Jan Fridtjof Bernt, kommentarene til § 33 annet ledd annet punktum.

Etter Secos oppfatning kan en endring av en innarbeidet og etablert praksis og forståelse av verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd ikke innføres midt i en tilbudsperiode, og fordrer enten en lovendring, eller at børsen tydelig gir til kjenne at man vil endre praksis i fremtidige saker.

8.2 Samarbeidet mellom Seco-aksjonærene

Uavhengig av kravet til tidmessig avgrensning når det gjelder anvendelsesområdet for verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd, har Seco behov for å nyansere informasjonen om samarbeidet mellom Seco-aksjonærene. Problemstillingen relaterer seg tilsynelatende til om Nobelsystem og Max Bjerke er reelle deltakere i konsortiet som har fremsatt tilbudet, eller om de er minoritetsaksjonærer som har fått et annet/bedre vederlag enn hva øvrige aksjonærer får gjennom tilbudet. I den forbindelse uttaler Seco blant annet:

“Budet på TeleComputing ASA er foranlediget av langvarige samtaler mellom Ferd AS og Sabaro Investments Limited. Det ble initielt ført samtaler mellom disse to ut i fra en felles interesse for å ta selskapet av børs. Selskapet har en aksjonærstruktur som er unødvendig kostbar og basert på likviditeten i aksjen, fant disse at det ikke var hensiktsmessig å opprettholde selskapet som et børsnotert selskap.

Målsetningen var å oppnå tilstrekkelig antall aksjer til å kunne gjennomføre slike planer. Nobelsystem ble kontaktet av Ferd med forespørsel om selskapet kunne være interessert i å fortsette som aksjonær. I tillegg ble Max Bjerke kontaktet. Bakgrunnen for at disse ble kontaktet var både at oppkjøpet ville bli mindre kapitalkrevende i den forstand at Safe-Invest AS sin andel av egenkapital ble redusert, samt at man anså at aksjonærene i fellesskap ville muliggjøre oppkjøpet. I forhold til Max Bjerke var det også sentralt at dette selskapets aksjonær, Lars Oscar Bjerke, hadde vært aksjonær og ansatt i TeleComputing ASA siden etableringen av selskapet. Max Bjerke er den eneste betydelige aksjonær som er kontrollert av ansatte i TeleComputing AS. Lars Oscar Bjerke har en viktig rolle i selskapet og ble også ansett som en viktig kulturbærer som det var strategisk viktig å alliere seg med. Det ble også antatt at dette ville ha en positiv signaleffekt i forhold til de øvrige ansatte. Det er for øvrig vedtatt at enkelte ansatte skal tilbys eierandeler i selskapet etter gjennomføringen av tilbudet, i tråd med vanlig praksis.”

Børsen konkluderte i brev 20. november 2009 med at avtalen mellom Seco og Nobelsystem ikke var en ren salgssavtale, slik at Nobelsystem måtte konsolideres med Seco som en del av konsortiet.

Sett i sammenheng innebærer avtalene forut for tilbudet reelt sett en betinget

overdragelse av ca 45 prosent av aksjene i Telecomputing fra Sabaro Investments, Nobelsystems og Max Bjerke til Ferd AS mot kontant oppgjør. Dette er viktig ved vurderingen av transaksjonens realitet. Nobelsystems og Max Bjerke får, i motsetning til øvrige aksjonærer, kun delvis kontant oppgjør for sine aksjer i Telecomputing. I stedet får de aksjer i et unotert selskap, der de, når det gjelder en eventuell exit, reelt sett er prisgitt majoritetsaksjonærens planer. Videre er de gjennom eierskapet i Seco eksponert for selskapets betjening av hele oppkjøpsfinansieringen, og tar således en betydelig risiko. Det er totaliteten som må vurderes opp mot kontantvederlaget.

Ingen forhold i faktum gjør konsortiet spesielt sammenlignet med andre tilbud som er fremmet på andre børsnoterte selskapet de seneste årene. Aksjonærstatus kan åpenbart ikke diskvalifisere en gruppering fra å kunne samarbeide om å sette frem et tilbud. Dette ville innebære et inngrep mot avtalefrihet og valgfrihet når det gjelder hvem man ønsker å samarbeide med.

En utvidende fortolkning av likebehandlingsprinsippet i verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd vil få store konsekvenser for blant annet hvordan oppkjøp i fremtiden må struktureres og finansieres, samt være i strid med hensynet til å legge til rette for forsvarlige strukturendringer i næringslivet. Minoritetsaksjonærene er for øvrig tilstrekkelig beskyttet av tilbudspliktreglene, og eventuelt reglene om tvangsinnløsning av aksjonærer i allmennaksjeloven § 4-25.

Det foreligger etter Secos syn ingen saklig sammenheng mellom avtalene og tilbudet som gjør at det foreligger særbehandling av aksjonærer.

Seco anfører videre at samarbeidet mellom aksjonærene ikke har tilstrekkelig tidsmessig tilknytning til fremsettelsen av tilbudet til å være omfattet av verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd. Samarbeidet ble drøftet mellom partene i god tid forut for at tilbudet ble fremsatt.

8.3 Innholdet av begrepet "forskjellsbehandling"

Under forutsetning av at det ikke foreligger en tidsmessig avgrensning etter verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd, anfører Seco at det ikke er noen forskjellsbehandling i saken som kan begrunne at godkjennelsen av tilbudet omgjøres.

Bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd kan ikke forstås som et absolutt krav om total likebehandling, så lenge verdien av tilbudet er det samme, jf. Ot.prp. nr. 29 (1996-97) side 65, der departementet uttaler:

"... det [er] vanskelig å fastsette noe kriterium i loven som kan sikre at ikke enhver uvesentlig forskjellsbehandling anses i strid med bestemmelsen."

Seco viser også til uttalelser i NOU 1996:2 side 127-128 om likebehandling. I lovens forarbeider legges det til grunn at det er adgang til å forskjellsbehandle aksjonærene ved tilbud, så lenge det gjøres innenfor rammene om lik pris, tilbudsperiode og rett til informasjon.

Børsstyret synes å legge til grunn at verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd innebærer at tilbyder må tilby samtlige aksjonærer likt oppgjør, i dette tilfellet tilby samtlige aksjonærer å tegne aksjer i tilbyder. Dette er etter Secos oppfatning en uriktig forståelse. Reglene om tilbud er ment å sørge for at samtlige aksjonærer får en mulighet til å selge seg ut når tilbudspliktgrensene overstiges, noe aksjonærene er gitt i denne saken.

Prisen på NOK 18,15 er fremforhandlet mellom Ferd AS og Sabaro Investment som uavhengige parter. Ferd AS eide forut for dette ikke aksjer i Telecomputing. Prisen må anses å tilsvare markedspris, og er samme pris som tilbys aksjonærene under tilbudet. Aksjonærene får således tilgang til den kontrollpremie som er fremforhandlet ved kontrollskiftet. Kontrollpremien utgjør cirka 21 prosent over et vektet gjennomsnitt de siste tre måneder forut for tilbudet ble annonsert. Kontantoppgjør, som minoritetsaksjonærene er tilbudt under tilbudet, må antas å være et bedre tilbud enn aksjer i tilbyder. Seco kan ikke se at den eventuelle forskjellsbehandling i denne saken vil være en forskjellsbehandling som kan begrunne omgjøring av godkjennelsen. En eventuell forskjellsbehandling i saken er etter Secos oppfatning til gunst for minoritetsaksjonærene, og således ikke omfattet av forbudet i verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd.

Seco understreker dessuten at det ikke er et alternativ for tilbyder å tilby samtlige aksjonærer å bytte sine aksjer i aksjer i tilbyder.

9. Børsklagenemndens vurdering

Det rettslige spørsmålet Børsklagenemnden har fått seg forelagt i saken, er tolkningen og anvendelsen av verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd. Bestemmelsen lyder:

"Tilbyder skal ikke forskjellsbehandle aksjeeiere ved fremsettelse av tilbud".

Slik saken er lagt frem for Børsklagenemnden, dreier den seg om likebehandlingsprinsippet kun gjelder fra og med fremsettelsen av det frivillige tilbud, eller om det også skal få virkning forut for dette tidspunkt.

Det er i børsstyrets vedtak og partenes anførsler, referert foran, grundig redegjort for rettskildetilstanden. Lovens ordlyd er ikke entydig, og børsen gir uttrykk for sterk tvil. Det kan heller ikke fra noen av lovforarbeidene, verken til loven av 1997 som hadde helt tilsvarende regler i § 4-18 om frivillige tilbud med henvisning til likebehandlingskravet i § 4-10 niende ledd, eller fra forarbeidene til loven av 2007, trekkes klare konklusjoner for så vidt angår spørsmålet om bestemmelsen skal forstås som tidsavgrenset til å gjelde fra og med tilbudsframsettelsen, eller om den også favner over de tidligere inngåtte avtaler som foreligger i denne saken.

Børsklagenemnden har kommet til at en forståelse som innebærer en tidsavgrensning, må være den riktige og ha de beste grunner for seg. Denne tolkningen er etter nemndens syn den som er best forenlig med ordlyden i lovbestemmelsen, jf. tilføyelsen *"ved fremsettelse av tilbud"*, en tilføyelse som ved en annen forståelse av bestemmelsens virkning i tid kunne synes overflødig. Det er på denne måte bestemmelsen har vært tolket i teorien, jfr. Bechmann, Bergo m.fl. i *"Verdipapirhandelloven Kommentirutgave"* (2002) s. 349 og Bergo *"Børs- og verdipapirrett"* (2008) s. 254.

Dette er også den forståelsen Oslo Børs har lagt til grunn i sin praksis. Denne praksis har Børsklagenemnden funnet å ville legge vekt på. For det første er det et hensyn at aktørene på børsen har innrettet seg i tillit til praksis. Dernest har også Høyesterett i tilfeller med en lovtekst som kan by på tvil, og i mangel av andre rettskilder, vektlagt forvaltningspraksis. Det kan her vises til Rt. 2000 s. 220, Rt. 1995 s. 54 og Rt. 1973 s. 87.

Oslo Børs har i hvert fall i 10 år fulgt den praksis at kravet til likebehandling etter verdipapirhandelloven § 4-10 niende ledd og senere § 6-10 niende ledd har vært tidsavgrenset til fra og med fremsettelsen av tilbudet. Her kan nevnes Vedtak og

uttalelser 1999 s. 73 vedrørende Norsk Hydros annonserte bud på Saga Petroleum og Vedtak og uttalelser 2001 s. 93 om Finnforests bud på Moelven. Av senere praksis hvor børsen har godkjent at flere aksjonærer har samarbeidet om tilbud, kan nevnes Håg fra januar 2006, Super Office fra august 2008, Normann fra juli 2009, Grenland Group fra oktober 2009 og Bjørge fra november 2009.

Børsklagenemnden finner videre at en avveining av reelle hensyn også taler for at den praksis børsen har valgt, opprettholdes. Hovedargumentet mot denne praksis er at den åpner for at tilbyderer lettere kan få tilgang til aksjer som gir den kontrollen han ønsker, og at dette kan utvanne likebehandlingen av øvrige aksjonærer.

På den annen side vil en annen forståelse av bestemmelsen medføre en svært vanskelig grenseoppgang mellom hvilke forhåndsavtaler mellom aksjonærer som kan representere brudd på likebehandlingsprinsippet, og hvilke som ikke gjør det. Behovet for forutsigbarhet er meget stort når det gjelder regelverket for børsnoterte selskaper. En motsatt løsning vil gi et uoversiktlig bilde både med hensyn til når det foreligger brudd og konsekvensene av et brudd. Denne løsningen ville også vanskeliggjøre oppkjøperes behov for å kunne etablere grupper av aksjonærer med felles interesser og strategi. Det ville dermed kunne begrense mulighetene for å legge til rette for hensiktsmessige strukturendringer i næringslivet ved at dette vil ha betydning for hvordan oppkjøp kan struktureres og finansieres.

Selv om man skulle legge til grunn den forståelse klagerne gjør seg til talsmenn for, ville det i så tilfelle ikke være noe i veien for at de to mindre aksjonærene som nå er invitert med i tilbyderselskapet, eventuelt ble invitert inn igjen som aksjonærer etter at et oppkjøp, også fra dem, var gjennomført. Det kan ikke sees å foreligge noen vektige grunner til at man skulle måtte gå slike omveier for å oppnå den ønskede løsningen.

De resterende aksjonærer vil dessuten alltid ha en beskyttelse i reglene om tilbudsplikt og reglene om tvangsinnløsning. Dersom det inngås forhåndsavtaler om aksjene i sammenheng med senere tilbud, vil aksjonærene være sikret samme pris og dermed også en eventuell kontrollpremie, jf. verdipapirhandelloven § 6-10 (4).

Børsklagenemnden finner på denne bakgrunn at både ordlyd, etablert praksis og reelle hensyn tilsier at lovbestemmelsen tolkes slik at den inneholder en tidsavgrensning.

Det skal også nevnes at Sabaro Investment Ltd og Ferd AS som uavhengige parter har forhandlet seg frem til en pris på aksjene som må antas å avspeile markedspris samt en kontrollpremie. Det er den samme pris de øvrige aksjonærer blir tilbudt. De to mindre aksjonærene som er tatt med i tilbyderselskapet, får også denne prisen. Forskjellen mellom dem og de øvrige aksjonærene er at de får være med videre i det unoterte selskapet. Her ligger det imidlertid også en risiko både med hensyn til ansvaret for lånefinansieringen og selskapets videre utvikling.

Når det gjelder klagen fra Steinar Johansen over tilbudsprisen, vises til det som sies i børsens vedtak under punkt 7.2, noe Børsklagenemnden slutter seg til. Som nevnt ovenfor er tilbudsprisen fremkommet etter forhandlinger mellom to uavhengige parter. For øvrig dreier det seg her om et frivillig tilbud.

Etter det resultat nemnden her er kommet til, er det unødvendig å gå inn på de subsidiære spørsmål.

Børsklagenemnden traff deretter slikt enstemmig

vedtak:

Oslo Børs vedtak av 24. november 2009 vedrørende frivillig tilbud fra Seco Invest AS på samtlige utestående aksjer i Telecomputing ASA, stadfestes.

3.2 Børsklagenemndens sak 2/2010: Rieber & Søn ASA

Avgjørelse av 22. april 2010 av klage over Oslo Børs ASAs vedtak av 18. februar 2010, der søknad om unntak fra tilbudsplikt ved Newcos erverv av aksjer i Rieber & Søn ASA fra Bjarne Rieber, Fritz Rieber, Marianne Rieber og deres respektive holdingselskaper ble avslått.

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Saken gjelder spørsmål om unntak fra tilbudsplikt ved overdragelse av aksjer innen en konsolidert gruppe, jf. verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd.

I brev av 8. februar 2010 fra advokat Tore Mydske i advokatfirmaet Thommessen ble det søkt Oslo Børs (børsen) om unntak fra tilbudsplikt ved Newcos erverv av aksjer i Rieber & Søn ASA (Rieber & Søn, selskapet) fra Bjarne Rieber, Fritz Rieber og Marianne Rieber og deres respektive holdingselskaper (klagerne).

I vedtak av 18. februar 2010 avslo børsen søknaden.

Børsens vedtak ble påklaget i brev av 1. mars 2010 fra klagerne v/advokat Tore Mydske. Det er redegjort nærmere for klagen nedenfor under punkt 6.

Oslo Børs har vurdert klagen, men har ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble derfor ved brev av 26. mars 2010 oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

I brev av 14. april 2010 har klagerne v/ advokat Tore Mydske kommet med noen kommentarer til børsens vedtak av 26. mars 2010.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 22. april 2010. Ved behandlingen deltok Bjørg Ven, Filip Truyen, John Giverholt, Trygve Bergsåker og Jøril Mæland. Sistnevnte deltok per telefon.

2. Kort om selskapet og Rieber-familiens eierskap i selskapet

Fra børsens vedtak av 26. mars 2010 hitsettes følgende om selskapet og Rieber-familiens eierskap:

"Rieber & Søn er et av Norges ledende næringsmiddelkonsern som blant annet står bak flere kjente matmerker som Toro. Selskapets historie begynte i 1839 med en eddiksforretning i Bergen. Hovedmarkedene er Norden og Øst-Europa, hvor konsernet har betydelige markedsposisjoner. Rieber & Søn har vært notert på Oslo Børs siden 1987.

I henhold til klager eier enkeltpersoner i familien Rieber og deres investeringselskaper samlet 52,66 % av aksjene i Rieber & Søn. Rieber-familien som gruppe passerte 50 % eierskap i Rieber & Søn i oktober 2007, før gjeldende tilbudspliktregler trådte i kraft 1. januar 2008. Klager har informert at ingen enkelteier eller undergruppe i dag er over grensen på 50 %.

Den største aksjeposten i Rieber & Søn (44,37 %) eies i dag av det 100 % felles eide familieselskapet Atlantis Vest AS ("Atlantis Vest").

Atlantis Vest eies av AS Rika (17,05 %), AS Kalfaret (27,65 %), AS Flu (27,65 %) og MTG Holding AS (27,65 %). AS Rika eies igjen 100 % av Bjarne Rieber (far), AS Kalfaret eies 100 % av Fritz Rieber (sønn), AS Flu eies 100 % av Ulf Johan Rieber (sønn) og AS MTG Holding eies 100 % av Marianne Rieber (datter).

De øvrige aksjepostene Rieber-familien har i Rieber & Søn, totalt 8,28 %, eies direkte av Marianne Rieber (2,075 %), Fritz Rieber (2,61 %) og Bjarne Rieber (0,33 %) og deres heleide investeringsselskaper, det vil si AS Flu (2,19 %), AS Kalfaret (0,61 %), AS Rika (0,42 %). I tillegg eier Rika Investment UK, et selskap eiet indirekte av Bjarne Rieber, 0,042 % av aksjene i Rieber & Søn."

3. Sakens bakgrunn

I brev av 8. februar 2010 søkte klagerne v/ advokat Tore Mydske Oslo Børs om unntak fra tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd i forbindelse med enkelte planlagte overføringer av aksjer i Rieber & Søn. I søknaden ble det opplyst at aksjonærene i Atlantis Vest AS har et "forpliktende samarbeid" som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5, og at Atlantis Vest AS' aksjer i Rieber & Søn skal konsolideres med aksjer i Rieber og Søn som eies av Bjarne Rieber, Fritz Rieber, Ulf Johan Rieber, Marianne Rieber og deres respektive holdingselskaper, jf. verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 4 og 5. I følge søknaden har det forpliktende samarbeidet mellom partene lange tradisjoner, og samarbeidet har sitt utspring i familierelasjonene og partenes felles eierskap i Atlantis Vest AS med tilhørende aksjonæravtaler.

Når det gjelder de planlagte transaksjonene, er det opplyst i søknaden at Ulf Johan Rieber ønsker å selge de av sine aksjer i Rieber og Søn som kontrolleres av hans investeringsselskap AS Flu, en aksjepost som utgjør 2,1914 prosent av aksjene i Rieber og Søn. Bjarne Rieber, Fritz Rieber og Marianne Rieber vurderer i følge søknaden å kjøpe disse aksjene til børskurs, under forutsetning av at ervervet ikke utløser tilbudsplikt. Børsen har i sitt vedtak av 18. februar 2010 redegjort slik for hvordan transaksjonene tenkes gjennomført:

"Den første delen av transaksjonen er tenkt gjennomført ved at samtlige Rieber-aksjer eiet av Bjarne Rieber (inkludert aksjer eid av hans selskap AS Rika og Rika Investment (UK)) (0,79 %), Fritz Rieber (inkludert aksjer eid av hans selskap Kalfaret AS (3,22 %) og Marianne Rieber (2,08 %) overføres til et Newco ved et tingsinnskudd. Transaksjonen tenkes strukturert slik at Newco vil eies av Kalfaret AS, AS Rika, AS Rika Investment (UK) og MTG Holding AS (Marianne Riebers selskap). Det er i brevet forutsatt at tingsinnskuddet vil anses som et "erverv" av aksjer foretatt av Newco med oppgjør i aksjer slik at tilbudsplikt vil inntre i det Newco og Atlantis Vest passerer 50 % grensen, jf. vphl § 6-1 sjette ledd og § 6-6 første ledd. Det er denne tilbudsplikten det søkes om unntak fra.

Den andre delen av transaksjonen går slik børsen forstår det ut på at Flu-posten skal overføres til Newco. Det er lagt til grunn i brevet at denne transaksjonen isolert sett ikke vil utløse tilbudsplikt, siden Newco og Atlantis Vest forutsetningsvis allerede vil eie mer enn 50 % av aksjene i Rieber & Søn samt at transaksjonen ikke vil utløse tilbudsplikt etter reglene om etterfølgende erverv, jf. vphl § 6-6 første og andre ledd."

Børsen avsto i vedtak 18. februar 2010 søknaden om unntak fra tilbudsplikt. Det er redegjort nærmere for børsens vedtak nedenfor under punkt 5.

Øvrige opplysninger om klagesaken fremgår ovenfor under punkt 1, og det vises til fremstillingen der.

4. Rettslig grunnlag

Verdipapirhandelloven (lov 29. juni 2007 nr. 75) § 6-2 tredje ledd lyder:

"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."

5. Børsens vedtak

5.1 Vedtak av 18. februar 2010

I vedtak av 18. februar 2010 redegjør børsen først for sakens bakgrunn. Børsen går deretter over til å vurdere spørsmålet om det i saken bør gjøres unntak fra tilbudsplikten i henhold til verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd. I den forbindelse viser børsen til at hovedformålet med bestemmelsen har vært å kodifisere børsens tolkningspraksis etter den tidligere verdipapirhandelloven, som unntok fra tilbudsplikt overdragelser innenfor konsern mellom heleide selskaper, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) side 366-368. Begrunnelsen for børsens praksis er at slike overføringer ikke innebærer noe kontrollskifte, og at slike overføringer vanligvis ikke innebærer noen stor fare for omgåelse av tilbudsplikten. Børsen uttaler videre:

"Når det gjelder adgangen til å unnta fra tilbudsplikten i henhold til § 6-2 tredje ledd ved konsolidering på bakgrunn av forpliktende samarbeid, er utgangspunktet at unntaket sjeldent vil være aktuelt: I forarbeidene er det lagt til grunn at hensynene som begrunner unntak fra tilbudsplikten ved overdragelser innen konsern sjelden vil være like sterke ved overdragelser innen grupper som er konsolidert på grunnlag av forpliktende samarbeid samt at mulighetene for at slike overdragelser utgjør omgåelser av tilbudsplikten er større, jf NOU 2005:15, side 27 og 28.."

Når forarbeidene likevel viser til at dispensasjonshjemmelen vil kunne tenkes anvendt også ved interne overdragelser innen gruppe som er konsolidert på grunn av forpliktende samarbeid, vises det til børsens praksis etter tidligere lov. Børsstyret vedtok 4. november 1998 å ikke pålegge tilbudsplikt ved intern overdragelse innen en gruppe aksjeeiere med familietilknytning i et notert, familiedominert rederi med den begrunnelse at konsolideringssituasjonen var oppstått før tilbudspliktreglenes ikrafttreden, se NOU 2005:17 side 26 og 27. Saken gjaldt Høegh-familien som både ved børsnoteringen i 1987 og da tilbudspliktregelen ble innført i 1990 på konsolidert basis hadde kontroll over mer enn 50 %. Dette utgjør et klart ytterpunkt i børsens praksis, og ligger relativt langt tilbake i tid."

Det fremgår videre av børsens vedtak at skjønnstemaet ved vurderingen etter verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd, er om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Grunnlaget for konsolideringen er i følge vedtaket et sentralt moment i denne vurderingen.

Børsen uttaler at hensynet til at eiere skal kunne organisere sitt eierskap på en hensiktsmessig måte, må veies opp mot hensynet til tilbudspliktreglenes effektivitet. Etter børsens syn er det betydelig forskjell mellom en konsolidert gruppe under felles eierskap eller styring på den ene siden, og en samordning av individuelt styrt eierskap gjennom avtaler og nære familierelasjoner på den andre siden. Børsen viser blant annet

til at familier ikke representerer en felles økonomisk interesse, og at ethvert familiemedlem står fritt til å avslutte samarbeidet. At Rieber-familien har valgt å ha deler av sitt eierskap gjennom Atlantis Vest og deler utenfor, har i følge børsen en "reell eller potensiell betydning" for blant annet utøvelsen av eierskapet, og dette skiller saken vesentlig fra de situasjoner der det er gitt dispensasjon.

Etter børsens vurdering må det "noe mer til enn et langvarig samarbeid basert på familiære bånd, praksis og en felles forståelse av hvordan man skal opptre som aksjonær" for å gjøre unntak fra tilbudsplikten. Børsen redegjør deretter for Luxor-saken (Vedtak og uttalelser 2008 side 121 og 122) som et eksempel på en sak der børsen har lagt til grunn at det forelå noe mer enn et forpliktende samarbeid, og der det ble gjort unntak fra tilbudsplikt.

Børsen legger til grunn at overdragelsen av aksjer innen Rieber-familien i seg selv ikke utgjør et kontrollskifte. Det at det kommer en ny deltaker (Newco) inn i den tidligere konsoliderte gruppen, innebærer etter børsens syn imidlertid at overdragelsen potensielt kan være et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Børsen redegjør deretter for et eksempel på hvordan dette kan skje.

I vedtaket heter det videre:

"Selv om børsen har stor forståelse for Rieber-familiens ønsker, vil en dispensasjon i et tilfelle som dette også gi vanskelige grenseoppganger for fremtidige saker. Børsen vil da konkret måtte vurdere etter søknad, om samarbeidskonstellasjoner er så varig og har slik styrke at det er grunn til dispensasjon. Det ville da bli innført en særlig kvalifisert form for konsolidering. Videre ville en dispensasjon savne støtte i det som hittil har vært en relativt klar praksis."

Børsen uttaler at den har vurdert om dispensasjon kan gis mot at det stilles vilkår, men mener en slik løsning ville gi en uoversiktlig situasjon for markedet og overvåkingen av tilbudsplikten.

På denne bakgrunn avslår børsen søknaden om unntak fra tilbudsplikten.

5.2 Vedtak av 26. mars 2010

I vedtak av 26. mars 2010 tilbakeviser børsen klagernes anførsler og fastholder sitt vedtak av 18. februar 2010.

Når det gjelder klagernes anførsel om at børsen feilaktig har lagt til grunn at transaksjonene potensielt kan utgjøre ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte, uttaler børsen blant annet:

"Det faktum at Ulf J. Rieber ønsker å avslutte sitt direkte eierskap i Rieber & Søn viser nettopp at grunnlaget for konsolideringen ikke er så fast og uten muligheter for opphør som klager anfører. Rieber-familiens eierskapsstruktur i Rieber & Søn ser også ut til å ha endret seg fra det tidspunkt det ble fremsatt et pliktig tilbud i 2006 frem til slik den ser ut i dag. Dette illustrerer Oslo Børs' poeng om at det er en betydelig forskjell mellom en konsolidert gruppe under felles eierskap og eller styring, og en samordning av individuelt styrt eierskap gjennom familierelasjon..."

I tilknytning til klagernes anførsel om at børsen ved sin vurdering etter verdipapirhandeloven § 6-2 tredje ledd ikke kan se hen til at Newco og Atlantis Vest vil kunne erverve ytterligere aksjer i Rieber & Søn uten å utløse tilbudsplikt, viser børsen

blant annet til NOU 2005:17 side 27, der det heter at *"Skjønnsstemaet vil være om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte."* Denne vurderingen må etter børsens syn også omfatte eventuelle etterfølgende erverv.

Når det gjelder klagerne anførsel om at børsen har gitt uttrykk for at den kan la være å utøve et konkret skjønn i de tilfeller konsolidering av en gruppe bygger på forpliktende samarbeid, avviser børsen dette. Børsen uttaler at den i sitt vedtak av 18. februar 2010 har utøvet skjønn, og kommet frem til at saken ikke utgjør et særlig tilfelle der det kan gjøres unntak fra tilbudsplikten.

6. Klagen i hovedtrekk

Klagerne mener børsens vedtak er ugyldig som følge av gal rettsanvendelse. I tillegg er klagerne uenige i børsens skjønnsutøvelse, og ber om at Børsklagenemnden omgjør denne. Klagerne ber om at Børsklagenemnden treffer vedtak om unntak fra tilbudsplikt ved Newcos erverv av aksjer i Rieber & Søn fra Bjarne Rieber, Fritz Rieber og Marianne Rieber, inkludert deres respektive holdingselskaper.

6.1 Tidligere praksis har begrenset relevans

Klagerne anfører at børsen synes å legge for stor vekt på sin tidligere praksis knyttet til verdipapirhandelloven av 1997. Loven ble endret på viktige punkter ved ikrafttredelse av tilbudspliktreglene i gjeldende verdipapirhandellov, og praksis etter den tidligere verdipapirhandelloven har begrenset relevans. Etter ordlyden i verdipapirhandelloven 1997 § 4-2 utløste ethvert erverv innen en konsolidert gruppe tilbudsplikt, men på bakgrunn av uttalelser i NOU 1996: 2 side 118, ble bestemmelsen tolket innskrenkende ved overdragelser innenfor konsern mellom heleide selskaper. Gjeldende verdipapirhandellov § 6-2 tredje ledd inneholder, i motsetning til verdipapirhandelloven 1997, en eksplisitt og generell dispensasjonshjemmel ved erverv fra personer innen samme konsoliderte gruppe. Hjemmelen gjelder uavhengig av hvilket grunnlag konsolideringen hviler på. Når børsen feilaktig trekker en ubrutt linje fra børsens tidligere praksis til verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd, legger den til grunn et for strengt skjønnsstema.

6.2 Det foreligger ikke et aktuelt eller potensielt kontrollskifte

Børsen legger feilaktig til grunn at de aktuelle transaksjoner legger til rette for et potensielt kontrollskifte i Rieber & Søn som følge av svakt konsolideringsgrunnlag innen gruppen. Det reelle konsolideringsgrunnlaget for familien Rieber er sterkt, og faren for omgørelser og oppløsning av gruppen er liten.

Klagerne viser til NOU 2005:17 side 27, der det fremgår at skjønnsstemaet er om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Omgåelsesfaren knyttet til det reelle grunnlaget for konsolideringen inngår som en av flere relevante faktorer i vurderingen.

Oslo Børs synes å bygge på at et "forpliktende samarbeid" er av en mer flyktig karakter enn et konsernforhold, og at det foreligger omgåelsesfare. Hvorvidt dette er tilfelle, må imidlertid avgjøres ut fra en konkret vurdering.

Klagerne viser til at børsen i vedtaket uttaler at det er en betydelig forskjell mellom et konsern og en familie, siden de enkelte familiemedlemmene ikke har en felles økonomisk interesse, og at ethvert familiemedlem *"står fritt til å avslutte samarbeidet og velge alternative strategier"*. Til dette anfører klagerne at det ikke er noen realistisk mulighet

for at noen av familiemedlemmene avslutter det forpliktende samarbeidet som danner grunnlaget for konsolideringen så lenge de er eiere av aksjer i Rieber & Søn. Klagerne påpeker i den forbindelse blant annet at familien har vært den dominerende eier i selskapet i over 170 år. Videre viser klagerne til at familiemedlemmene har *”sterkt sammenfallende økonomiske interesser gjennom eierskapet i Atlantis Vest, øvrige direkte og indirekte eierskap til aksjer i Rieber & Søn, annet felleseie og en forpliktende, lang, uavbrutt og sammensveisende historisk familietradisjon å forholde seg til. Familiens samhörighet er tuftet på aksjonæravtaler, forkjøpsretter, spesielle vedtekter osv. De faktiske og rettslige omstendigheter kan ikke bringes til opphør uten enighet i familien.”*

Det er etter klagernes syn ikke grunnlag for å hevde at transaksjonene knyttet til Newco og Flu-posten kan legge til rette for omgåelse ved at den konsoliderte gruppen løses opp senere uten å utløse tilbudsplikt. Rieber-familien er formentlig mye mer langsiktig og fast konsolidert som gruppe enn det man normalt vil finne i konsernforhold.

6.3 Plikt til å skjønne

I vedtaket synes børsen å legge til grunn at den kan la være å utøve et konkret skjønn i de tilfeller der konsolidering av en gruppe bygger på forpliktende samarbeid. Både lovens ordlyd og forarbeider, jf. NOU 2005:17 side 27, forutsetter imidlertid at det må utøves et konkret skjønn.

6.4 Fravær av relevante alternative løsninger

Børsen synes å ha lagt vekt på at Rieber-familien kan unngå tilbudsplikt ved å selge aksjer ut av gruppen. Dette er etter klagernes syn et utenforliggende hensyn ved vurderingen av dispensasjonssøknaden. I klagen heter det videre:

”Enhver problemstilling knyttet til tilbudsplikt kan i og for seg løses ved at man pålegger plikt til ned salg, men spørsmål om hvem man ønsker å selge til er forhold eierne av aksjene er nærmest til å vurdere. Reglene om erverv innen en konsolidert gruppe skal balansere hensynet til omgåelsesrisiko på den ene side, og hensynet til at aksjonærene ”bør kunne organisere sin virksomhet på en hensiktsmessig måte uten at tilbudsplikt inntre” på den annen side, jf. NOU 2005:17, s. 26. Etter vår vurdering tilsier nettopp en konkret, rimelig balansegang av disse hensyn i vår sak at dispensasjon gis.”

Fravær av aktuelle alternativer til intern overdragelse uten å utløse tilbudsplikt, er etter klagernes vurdering et argument for at dispensasjon bør gis.

6.5 Etterfølgende erverv

I søknaden av 8. februar gjorde klagerne nærmere rede for hvordan de tolker reglene om gjentatt tilbudsplikt og etterfølgende erverv for det tilfellet at Newco får dispensasjon fra tilbudspliktreglene. Børsen kommenterer ikke klagernes lovtolkning spesielt, men synes å være enig i klagernes konklusjon, idet det uttrykkes bekymring for at Newco og Atlantis Vest vil kunne erverve ytterligere aksjer i Rieber & Søn uten å utløse tilbudsplikt, dersom det gis dispensasjon etter verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd. Dette er imidlertid en problemstilling som må vurderes separat fra spørsmålet om det skal gis dispensasjon i foreliggende sak.

6.6 Merknader fremsatt i brev av 14. april 2010

Klagerne har i brev av 14. april 2010 fremsatt merknader til børsens vedtak av 26. mars 2010. Merknadene knytter seg til forståelsen av hva som ligger i om overdragelsen

innebærer et "potensielt kontrollskifte", jf. NOU 2005:17 side 23.

6.6.1 "Styrken" i konsolideringsgrunnlaget

Streng praksis etter verdipapirhandelloven av 1997 skyldtes at børsen tidligere ikke hadde hjemmel til å gi dispensasjon. Tidligere praksis har derfor begrenset relevans.

Klagerne er uenige med børsen i at det foreligger en konkret risiko for et potensielt kontrollskifte som følge av "svakt" konsolideringsgrunnlag. Familien er en gruppe, den opptrer som en gruppe og den oppfattes som en gruppe.

Børsen anfører i sitt vedtak av 26. mars 2010 at Ulf J. Riebers ønske om "å avslutte sitt direkte eierskap i Rieber & Søn viser at grunnlaget for konsolideringen ikke er så fast og uten muligheter som klager anfører". Til dette uttaler klagerne blant annet:

"Foreliggende sak viser nettopp styrken i konsolideringsgrunnlaget, ved at Flu-posten ikke søkes solgt utenfor gruppen. I en svakere konsolidert gruppe ville trolig posten blitt solgt utenfor gruppen for lenge siden. Det forhold at enkelte medlemmer i den konsoliderte gruppen ønsker å selge aksjer, sier imidlertid lite om styrken i konsolideringsgrunnlaget, og slike endringer kan uansett vanskelig sies å være unikt for grupper som konsolideres på grunnlag av "forpliktende samarbeid".

Vedrørende børsens uttalelse om at ethvert familiemedlem "står fritt til å avslutte samarbeidet eller inngå andre samarbeidskonstellasjoner", og at dette skiller samarbeidet fra konserntilfellene, anfører klagerne blant annet:

"Så lenge de enkelte familiemedlemmer er aksjonærer i selskapet, er det ikke tvil om at de vil opptre som, og bli ansett som, en gruppe, og de kan ikke ensidig fjerne grunnlaget for konsolideringen. Det sentrale forholdet er at aksjonærene er tilstrekkelig tett bundet sammen så lenge de er aksjonærer, og ikke om aksjonærgruppen over tid er konstant. Forholdene børsen peker på er således ikke relevant ved vurdering av om transaksjonen utgjør en fare for et "potensielt kontrollskifte."

6.6.2 Forholdet til reglene om etterfølgende erverv

Børsen mener at det må tas hensyn til muligheten for etterfølgende erverv ved vurderingen etter verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd, siden slike etterfølgende erverv i følge børsen "vil innebære en uthuling" av tilbudsplikten. Til dette uttaler klagerne blant annet:

"Ovenfor var problemstillingen om konsolideringsgrunnlaget i gruppen er såpass sterkt at man bør tillate interne overdragelser innen gruppen. Dersom det foreligger et sterkt konsolideringsgrunnlag som ikke enkelt kan bringes til opphør, vil ikke den interne overdragelsen innebære et aktuelt eller potensielt kontrollskifte ved at gruppen senere oppløses."

Dette spørsmålet må holdes adskilt fra hvilken adgang den konsoliderte gruppen vil ha til å foreta ytterligere erverv etter at det er gitt en eventuell dispensasjon. Børsen har i sin praksis (jf. DOF Subsea-saken, Vedtak og uttalelser 2008 side 123) lagt til grunn at medlemmer i en konsolidert gruppe kan foreta ytterligere erverv uten å utløse tilbudsplikt, dersom en tilbudspliktgrense er passert som følge av et internt erverv det er gitt dispensasjon til. Klagerne er enige i børsens vurdering i DOF Subsea-saken. I brevet heter det videre:

"Det kan således spørres om det noensinne vil være aktuelt å gi dispensasjon for interne erverv i en konsolidert gruppe dersom børsens tolkning av dispensasjonshjemmelen i vphl. § 6-2 tredje ledd legges til grunn. Ved ethvert slikt internt erverv vil det være tillatt å foreta ytterligere erverv for medlemmer i den konsoliderte gruppen uten at det utløses tilbudsplikt. Dette gjelder uavhengig av om konsolideringsgrunnlaget i gruppen hviler på forpliktende samarbeid eller konserntilknytning. Konsekvensen av børsens tolkning vil således være at enhver dispensasjonssøknad om interne erverv må avslås. Dette viser med tydelighet at børsen tar feil når den vektlegger reglene om etterfølgende erverv ved vurderingen av om det skal gis dispensasjon etter vphl. § 6-2 tredje ledd."

7. Børsklagenemndens vurdering

7.1. Dispensasjonsspørsmålet

Børsens tidligere praksis på området har basert seg på en innskrenkende fortolkning av ordlyden i § 4-2 i verdipapirhandelloven av 1997, støttet av lovens forarbeider. Ved ny verdipapirhandellov av 2007 ble det lovfestet en dispensasjonsadgang for børsen i § 6-2 tredje ledd. Utvalget uttaler om dette i NOU 2005:17 på side 75:

"Etter utvalgets syn er det mer hensiktsmessig om tilbudsmyndigheten gis en hjemmel til å gjøre unntak fra hovedregelen [...] snarere enn å videreføre en rettstilstand hvor en relativt klar lovtekst tolkes innskrenkende".

Dispensasjonsmuligheten gjelder etter forarbeidene også innen grupper som er konsolidert på grunnlag av forpliktende samarbeid etter § 6-5 jf. § 2-5 nr. 5. Lovutvalget gir uttrykk for at dispensasjonsadgangen skal utøves restriktivt når det gjelder overdragelser innen grupper som er konsolidert på grunnlag av forpliktende samarbeide, fordi de hensyn som tilsier at det gjøres unntak, da i mindre grad vil være til stede. Utvalget er i den forbindelse bekymret for å lage unntaksregler som uthuler tilbudsplikten gjennom unntak som reelt åpner for kontrollskifte uten tilbudsplikt ved enkeltstående overdragelser eller overdragelser som ledd i en kjede av transaksjoner.

Det åpnes likevel for at overdragelser innen slike grupper i enkelte tilfeller også bør kunne unntas fra tilbudsplikt. Dispensasjonsadgangen gjelder etter sin ordlyd generelt innen konsoliderte grupper og kan brukes *"i særlige tilfeller"*. Skjønnsstemaet er i NOU 2005:17 side 27 beskrevet slik:

"om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte".

Så vidt Børsklagenemnden har brakt på det rene, er det første gang dette spørsmålet er oppe til avgjørelse etter lovendringen. Tidligere praksis har interesse som bakgrunn for iverksettelsen av den lovhjemlede dispensasjonsadgangen, men det er anvendelsen av den nye lovregelen og utøvelsen av det skjønne forarbeidene gir anvisning på, som vil være avgjørende. Børsklagenemnden har full prøvningsadgang når det gjelder skjønnsutøvelsen.

Det er opplyst at alle overdragelser vil skje til børskurs.

Det er på det rene at ervervet i dette tilfellet ikke innebærer noe kontrollskifte, noe børsen også legger til grunn. Den konsoliderte familiegruppe vil etter etableringen av Newco, med tingsinnskudd i form av aksjer, eie nøyaktig samme antall aksjer i Rieber & Søn som tidligere. Det vil også være tilfelle etter at AS Flu har solgt sine 2,19 % aksjer

til Newco. Familien Riebers totale aksjebeholdning i Rieber & Søn på 52,66 % vil deretter eies av Atlantis Vest med 44,37 % og Newco med 8,28 %. Forholdet i dag er at aksjene eies dels personlig, dels av enkelte familiemedlemmers heleide holdingselskaper og dels av Atlantis Vest som er eid av Bjarne Rieber og hans tre barn gjennom deres respektive heleide holdingselskaper. I tillegg til Atlantis Vest vil det etter transaksjonen bare være Newco som eier familiens aksjer, og i Newco vil det bare være tre aksjonærer i motsetning til Atlantis Vests fire, i og med at Ulf Johan Riebers selskap AS Flu selger sine direkte eide aksjer til Newco og dermed ikke inngår som eier i sistnevnte selskap.

De påtenkte transaksjoner gjøres for å forenkle eierskapet. Det må sies å ha vært en hovedhensikt med dispensasjonsadgangen at tilbudspliktsreglene ikke bør forhindre hensiktsmessig restrukturering av selskaper, jf. NOU 2005:17 side 27. Dette må avveies mot at reglene om tilbudsplikt skal være effektive.

Børsklagenemnden har forståelse for at familien ønsker å strukturere sitt eierskap i Rieber & Søn annerledes, noe som vil være en vesentlig premiss i Børsklagenemndens skjønnsutøvelse. Dette må vurderes opp mot klare og praktikable regler når det gjelder dispensasjonsadgangen. Det er også et utgangspunkt for vurderingen at adgangen til å dispensere skal være snever.

Børsen påpeker at det potensielt kan være et ledd i en kjede som kan medføre et kontrollskifte, når Newco kommer inn som en ny deltaker i den tidligere konsoliderte gruppen. Børsklagenemnden kan ikke se at etableringen av Newco i den konkrete sak gir noen slik indikasjon.

Børsklagenemnden legger imidlertid vesentlig vekt på følgende forhold: Konsolidering i seg selv utløser ikke tilbudsplikt. Dette åpner for at en konsolidert gruppe vil kunne etableres med eierskap over de lovbestemte grenser uten at det utløser tilbudsplikt. Dette vil igjen kunne gjøre det mulig for deltakere i den konsoliderte gruppen å foreta videre oppkjøp dersom det gis dispensasjon til omorganisering. Etablering av Newco vil åpne for at den konsoliderte gruppen vil kunne kjøpe seg opp med inntil 83,33 prosent i selskapet, herunder passere 2/3 eierskap, uten å utløse tilbudsplikt. Ved å gi dispensasjon muliggjør man altså videre oppkjøp i denne gruppen langt utover hva de vil ha anledning til innenfor nåværende struktur.

Omorganiseringer av denne type må kunne tillates innenfor heleide konserner og lignende avtalebaserte strukturer hvor det er en "konsernspiss", en forvalter eller lignende, jf. Luxor-saken (Vedtak og uttalelser 2008 side 114, 121 og 122 og 2009 side 107). Som hovedregel bør ikke andre former for konsolidering basert på forpliktende samarbeid åpne for at det gis dispensasjon ved omorganisering av eierskapet.

I den forliggende sak har familien lang tradisjon for samarbeid. Dertil kommer at en vesentlig del av familiens eierskap er organisert gjennom Atlantis Vest, og at man i dette selskapet har en formalisert eierskapsutøvelse med aksjonæravtaler. Det er ikke opplyst om det i Newco vil foreligge slike aksjonæravtaler. Dette er imidlertid ikke avgjørende for Børsklagenemndens vurdering. Et eierskap fundert på familierelasjoner er ikke det samme som et konsern eller en konsernlignende struktur. Børsklagenemnden mener at selv svært langvarige familietradisjoner, verken i seg selv, eller sammen med avtaler, gir tilstrekkelig grunnlag for å fravike hovedregelen om en streng dispensasjonsadgang.

Dette forhold sammen med den videre oppkjøpsmulighet i selskapet som en dispensasjon ville åpne for, gjør at Børsklagenemnden er enig med Oslo Børs i at det ikke bør gis dispensasjon i den foreliggende sak. Børsklagenemnden ser det ikke som hensiktsmessig å gi dispensasjon mot at det stilles vilkår. Dette har heller ikke vært tatt opp av klager, selv om børsen har vurdert og forkastet muligheten.

7.2. Etterfølgende erverv

Selv om det i dette tilfellet ikke gis dispensasjon, vil Børsklagenemnden gi uttrykk for at den er enig i klagers forståelse av verdipapirhandelloven § 6-6 annet ledd, og at denne bestemmelse ikke kommer til anvendelse i en situasjon hvor et dispensasjonsvedtak fra Oslo børs er årsaken til at tidligere erverv ikke har utløst tilbudsplikt. Dette er også i tråd med det standpunkt børsen selv har inntatt i uttalelse av 8. juli 2008 vedrørende DOF, gjengitt i Vedtak og uttalelser 2008 side 124. Her heter det at tilbudsplikt etter verdipapirhandellovens § 6-6 annet ledd må tolkes innskrenkende slik at den ikke gjelder hvor passering av tilbudspliktgrensen er unntatt fra tilbudsplikt i vedtak etter § 6-2 tredje ledd.

Børsklagenemnden traff deretter slikt enstemmig

vedtak:

Oslo Børs' vedtak av 18. februar 2010 opprettholdes.

3.3 Børsklagenemndens sak 3/2010: Seadrill

Avgjørelse av 23. juni 2010 av klage fra Seadrill Limited over Oslo Børs ASAs vedtak av 12. mai 2010, der børsen besluttet å omgjøre sitt vedtak av 25. mars 2010, slik at deler av krav om daglig mulkt ble ettergitt.

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Saken gjelder spørsmål om ettergivelse av krav om daglig mulkt som Seadrill Limited ble ilagt ved børsens vedtak av 28. februar 2007. Dagmulkten ble ilagt fordi Seadrill Limited først ikke etterkom Børsklagenemndens vedtak av 12. desember 2006, der det ble fastsatt at selskapet pliktet å fremsette tilbud på samtlige utestående aksjer i Eastern Drilling.

I brev av 28. januar 2010 anmodet Seadrill Limited (Seadrill, selskapet, klager) v/ advokat Arne Tjaum i advokatfirmaet BAHR Oslo Børs (børsen) om å omgjøre sitt vedtak av 28. februar 2007 om daglig mulkt.

I vedtak av 25. mars 2010 avslo børsstyret anmodningen.

Seadrill påklaget i brev av 8. april 2010 børsstyrets vedtak til Børsklagenemnden.

I vedtak av 12. mai 2010 omgjorde børsstyret sitt vedtak av 25. mars 2010, slik at børsen besluttet delvis å ettergi kravet om renter knyttet til manglende betaling av dagmulkt.

Seadrill påklaget i brev av 26. mai 2010 børsstyrets vedtak av 12. mai 2010 til Børsklagenemnden, under henvisning til at dagmulktkravet burde reduseres ytterligere.

Oslo Børs har vurdert klagen, men har ikke funnet grunn til å omgjøre sitt vedtak. Saken ble derfor ved brev av 16. juni 2010 oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 23. juni 2010. Ved behandlingen deltok Bjørg Ven, Trygve Bergsåker, Jøril Mæland, Kirsten Sandberg og Bernt Zakariassen.

2. Sakens bakgrunn

Børsklagenemnden fattet 12. desember 2006 slikt vedtak:

1. *Børsstyrets vedtak av 25. oktober 2006 om å konsolidere SeaDrill Ltd og Carnegie ASA i forhold til reglene om tilbudsplikt for såvidt gjelder aksjer i Eastern Drilling ASA blir å stadfeste.*
2. *SeaDrill Ltd plikter å gi nytt tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i Eastern Drilling ASA.*

Seadrill varslet i børsmelding 9. januar 2007 at selskapet ville gå til søksmål for å få prøvet Børsklagenemndens vedtak for domstolene. Samme dag søkte Seadrill børsen om utsatt iverksettelse av vedtaket inntil rettskraftig dom i det varslede søksmålet forelå, jf. forvaltningsloven § 42.

Børsklagenemnden besluttet 20. februar 2007 at vedtaket av 12. desember 2006 ikke skulle gis utsatt iverksettelse.

I brev av 22. februar 2007 varslet Oslo Børs Seadrill om at børsen vurderte å fatte vedtak om daglig mulkt med inntil MNOK 2 per påløpte børsdag inntil selskapet oppfylte Børsklagenemndens vedtak av 12. desember 2006.

Børsstyret fattet 28. februar 2007 slikt vedtak:

"Med hjemmel i verdipapirhandelloven § 14-1 første ledd pålegges Seadrill Limited å betale en løpende daglig mulkt på MNOK 2 – tomillionerkroner – for hver påbegynt børsdag inntil Seadrill Limited oppfyller børsklagenemndens vedtak 6/2006. Mulkten begynner å løpe fra og med 21. mars 2007."

Den 7. mars 2007 tok Seadrill ut stevning for Oslo tingrett mot Oslo Børs ASA, med påstand om at Børsklagenemndens vedtak av 12. desember 2006 var ugyldig.

Etter klage fra minoritetsaksjonærer i Eastern Drilling ASA, som mente at dagmulkten var for lav, besluttet børsstyret 28. mars 2007 å forhøye dagmulkten til MNOK 4 per dag med virkning fra 23. april 2007.

Den 20. april 2007 fremmet Seadrill pliktig tilbud i samsvar med Børsklagenemndens vedtak av 12. desember 2006. Tilbudet ble gjennomført 24. mai 2007, med tilnærmet full tilslutning.

Oslo Børs sendte 7. mai 2007 påkrav til Seadrill for betaling av dagmulkten, med betalingsfrist 21. mai 2007. Dagmulkt hadde påløpt i 19 børsdager før tilbudet ble fremsatt, og kravet utgjorde dermed MNOK 38. Forsinkelsesrenter ble ikke særskilt omtalt i brevet. Kravet er ikke betalt.

I søksmålet vedrørende gyldigheten av Børsklagenemndens vedtak av 12. desember 2006, tapte Seadrill både i tingretten og lagmannsretten. Seadrill anket lagmannsrettens dom til Høyesterett, som ved beslutning av 26. juni 2009 besluttet ikke å tillate anken fremmet.

Staten v/Finansdepartementet, som er kreditor for kravet om dagmulkt, sendte 5. oktober 2009 betalingspåminnelse til Seadrill med ny betalingsfrist 21. oktober 2009. Vedlagt betalingspåminnelsen fulgte beregning av forsinkelsesrenter, per 9. oktober utgjorde kravet i følge betalingspåminnelsen NOK 48 134 026 inkludert forsinkelsesrenter.

Den 23. desember 2009 sendte regjeringsadvokaten på vegne av Staten v/Finansdepartementet varsel til Seadrill i henhold til tvangsfullbyrdelsesloven § 4-18, jf. § 4-19. Utleggsbegjæring til namsfogden i Oslo ble fremsatt 3. februar 2010.

I brev av 28. januar 2010 anmodet Seadrill børsen om å omgjøre sitt vedtak av 28. februar 2007 om daglig mulkt.

Børsen forela i brev av 8. februar 2010 Seadrills anmodning for staten v/Finansdepartementet for eventuelle synspunkter, under henvisning til at mulkten tilfaller statskassen.

I brev av 5. mars 2010 ga Finansdepartementet uttrykk for at børsstyret måtte avslå Seadrills anmodning. I brevet ble det blant annet vist til at en eventuell omgjøring ville gi et uheldig signal til markedet, og at hensynet til reglens preventive effekt og likebehandling talte imot ettergivelse. Departementet viste også til at det skyldtes forhold på Seadrills side at beløpet har blitt høyt.

I vedtak av 25. mars 2010 avslo børsstyret Seadrills anmodning. Øvrige opplysninger om klagesaken fremgår ovenfor under pkt. 1, og det vises til fremstillingen der. For en nærmere redegjørelse for børsens vedtak, vises til fremstillingen nedenfor under pkt. 4.

3. Rettslig grunnlag

Børsstyrets vedtak av 28. februar 2007 om å ilegge Seadrill dagmulkt ble fattet med hjemmel i dagjeldende verdipapirhandellov (lov 19. juni 1997 nr. 79) § 14-1. Bestemmelsens første til tredje ledd lød:

“Børsen kan ilegge foretak eller person som forsømmer sine plikter etter kapittel 4 en daglig mulkt som påløper inntil forholdet er rettet.

Børsen fastsetter mulktens størrelse. Mulkten tilfaller statskassen.

Påløpt mulkt forfaller til betaling ved påkrav og er tvangsgrunnlag for utlegg.”

Spørsmål om ettergivelse av kravet om dagmulkt er ikke regulert i lov eller forskrift.

Børsen har vist til forvaltningsloven (lov 10. februar 1967) § 35 som grunnlag for sitt vedtak om delvis ettergivelse av kravet om daglig mulkt. Bestemmelsens første og annet ledd lyder:

“Et forvaltningsorgan kan omgjøre sitt eget vedtak uten at det er påklaget dersom

- a) endringen ikke er til skade for noen som vedtaket retter seg mot eller direkte tilgodeser eller*
- b) underretning om vedtaket ikke er kommet fram til vedkommende og vedtaket heller ikke er offentlig kunngjort, eller*
- c) vedtaket må anses ugyldig.*

Foreligger vilkårene etter første ledd, kan vedtaket omgjøres også av klageinstansen eller av annet overordnet organ.”

4. Børsens vedtak

4.1 Børsens vedtak av 25. mars 2010

Børsstyret besluttet 25. mars 2010 å opprettholde sitt vedtak av 28. mars 2007, det vil si

ikke å ettergi dagmulktkravet. Det fremgår av børsstyrets begrunnelse at det særlig ble lagt vekt på at Finansdepartementet, som er kreditor for kravet og som har et overordnet ansvar for tilsynet med handelen i finansielle instrumenter og verdipapirhandellovgevingen iht. verdipapirhandelloven § 15-1, var sterkt imot en reduksjon av mulktens størrelse. Det ble også vist til at preventive hensyn tilsier at dagmulkten opprettholdes. Dessuten ble det vist til at tvangsmulkten ble ilagt måneder etter at saken var rettslig avklart av tilbudsmyndighetene, slik at Seadrill hadde hatt tid til å fremme tilbudet uten at dagmulkt påløp.

4.2 Børsens vedtak av 12. mai 2010

I vedtak av 12. mai 2010 bemerker børsstyret innledningsvis at adgangen til å omgjøre vedtak om dagmulkt anses å ligge hos børsen, selv om kravet om dagmulkt tilfaller statskassen. Børsstyret uttaler deretter at ettergivelse av dagmulktkrav ikke er lovregulert og må baseres på konkrete rimelighetsbetraktninger. Børsstyret fatter deretter slikt vedtak:

”Børsens vedtak 25. mars 2010 om ikke å ettergi dagmulkt ilagt Seadrill Limited 28. mars 2007 omgjøres.

Børsen viser til at domstolsprøving av forvaltningsvedtak er en grunnleggende rettighet. Dette aspektet ble først påpekt i klagerunden, og børsen har ikke tidligere vurdert om domstolsbehandlingen burde innvirke på dagmulktens størrelse. Børsen finner det rimelig at betalingsforpliktelsen i denne saken ikke øker i omfang som følge av Seadrills bruk av denne retten. Etter det børsen er kjent med var det heller ingen korrespondanse om dagmulkten under domstolsbehandlingen. Børsens faktura på dagmulkten av 7. mai 2007 omtalte ikke forsinkelsesrentene, og børsen sendte ikke puring da kravet ikke ble betalt ved forfall. Sett i sammenheng med de øvrige omstendighetene, særlig dagmulktens betydelige størrelse og den forestående domstolsbehandlingen om gyldigheten av vedtaket, erkjennes at manglende informasjon fra børsen om at forsinkelsesrenter ville påløpe, kan ha gitt Seadrill en berettiget forventning om at dagmulktkravet var stilt i bero inntil rettskraftig avgjørelse forelå. Ut fra rimelighetsbetraktninger tilsier dette at det ikke løper renter på kravet frem til Høyesteretts beslutning om ikke å tillate Seadrills anke fremmet. En nedskrivning av dagmulktkravet på dette grunnlag, som opprettholder betalingsforpliktelsens opprinnelige omfang, innebærer etter børsens oppfatning generelt sett liten risiko for negativ innvirkning på dagmulktkravs preventive effekt.

Børsen finner etter dette å kunne ettergi dagmulkten med et beløp som tilsvarer de renter som påløp mens saken var til behandling i domstolen, dvs. renter frem til mottak av Høyesteretts beslutning 1. juli 2009. Dagmulktkravet nedsettes med et beløp tilsvarende forsinkelsesrentene påløpt under domstolsbehandlingen, dvs. NOK 9 286 053.”

4.3 Børsens vedtak av 16. juni 2010

Børsstyret legger til grunn at et vedtak om ikke å ettergi dagmulkt er et enkeltvedtak som kan påklages, jf. forvaltningsloven § 2 første ledd bokstav a og børsforskriften (forskrift 29. juni 2007 nr. 875) § 35 første ledd. Børsstyret viser i den forbindelse til at avgjørelse om nedsettelse av merverdiavgiftskrav og bidragsfogdens avgjørelse om ikke å ville innfordre underholdsbidrag, er vurdert som enkeltvedtak, jf. uttalelsene til Justisdepartementets lovavdeling med journalnr. hhv. 949/94E og 2022/73E.

Videre legger børsstyret til grunn at det er adgang til å påklage omgjøringsvedtaket av

12. mai 2010, siden dette bare innebærer delvis omgjøring.

Børsstyret uttaler deretter at Seadrill ikke har noe rettskrav på å få nedsatt dagmulkten, og at spørsmålet om ettergivelse må baseres på en konkret rimelighetsvurdering. Videre heter det i vedtaket:

"Det klare utgangspunktet for en slik vurdering må være at dagmulkter – av sterke preventive hensyn – skal betales uavhengig av størrelsen.

Den betydelige størrelsen på dagmulkten gjenspeiler Børsklagenemndens og børsens vurdering av alvoret i det bakenforliggende forholdet kombinert med tidsfaktoren. Børsen antar at den eskalerte dagmulkten og dens endelige størrelse i realiteten fremtvang det pliktige tilbudet i tråd med pålegget og at det pliktige tilbudet ikke ville ha blitt fremmet dersom børsen ikke hadde ilagt dagmulkt av denne størrelse."

Børsstyret viser deretter til de vurderinger som lå til grunn for at deler av forsinkelsesrentene ble besluttet ettergitt i vedtak av 12. mai 2010.

Deretter går børsstyret over til å vurdere om det er grunnlag for ytterligere nedskrivning av kravet, herunder rentekravet.

Når det gjelder Seadrills anførsel om at dagmulkten har pønål karakter, uttaler børsstyret at dagmulkten verken har slikt formål mens den løper eller på inndrivelsesstadiet. Videre heter det i vedtaket:

"Seadrill har riktignok fremmet og gjennomført et pliktig tilbud i tråd med børsens standpunkt. Fremtvingelse av et pliktig tilbud er imidlertid i kjernen av dagmulktens formål. Å slette eller redusere dagmulkten som følge av gjennomføring av den handling som dagmulkten skal fremtvinge, ville vært i strid med formålet med dagmulkten og kunne påvirke dagmulktens effekt."

Det foreligger ingen klar eller entydig praksis når det gjelder ettergivelse av dagmulkt, verken innenfor børs- og verdipapirretten eller generelt. Børsen finner ikke støtte i praksis for at nedsettelse av dagmulkt har en utbredelse utover mer spesielle tilfeller.

Vedrørende Seadrills anførsel om at dagmulkten må ses i lys av det ytterligere finansieringsbehovet på NOK 2,4 milliarder, viser børsen til at det kun er den økte finansieringsbyrden på MNOK 850 som eventuelt er relevant. Denne byrden er imidlertid først og fremst en direkte konsekvens av at tilbudsplikt inntrådte på konsolidert basis, og bør ikke danne grunnlag for å ettergi dagmulkten.

Videre kan det i følge børsstyret anføres at Seadrill, sett hen til eierandelen på 60 prosent, hadde en likviditetsfordel som oversteg besparelsen på å ikke betale dagmulkten.

Etter å ha vurdert saken på nytt, kan børsstyret ikke se at det har fremkommet konkrete rimelighetsgrunner som tilsier at dagmulktkravet reduseres ytterligere. Børsstyret besluttet deretter å opprettholde sitt vedtak av 12. mai 2010.

5. Klagers anførsler

I klage av 26. mai 2010 ber Seadrill Børsklagenemnden om å foreta en ytterligere reduksjon i kravet sammenlignet med den reduksjon børsen har foretatt ved sitt vedtak av 12. mai 2010. Seadrill mener at dagmulkten bør reduseres med et atskillig større beløp enn det børsstyret har gjort. I klagen av 26. mai 2010 heter det blant annet:

"Sammenlignet med bøter taler man fortsatt om en av norgeshistoriens største. For mange vil det nok være en uforklarlig kontrast til påstått grov manipulering av regnskaper i et børsnotert selskap som har gitt 4 millioner i forelegg og påstått innsidehandel fra DnB NORs side som medførte et forelegg på 12 millioner. Sistnevnte ble av media omtalt som en "kjempebot". I vårt tilfelle er det til sammenligning tale om 19 dagers forsinket fremsettelse av et bud hvis gjennomføring medførte et finansieringsbehov på 2.4 milliarder kroner. De tidligere aksjonærene i Eastern har således fått det børsen mente de hadde krav på. Dagmulkten er kun et spørsmål om hva som skal tilfalle staten, og staten er på ingen måte skadelidende i denne saken. Rimelighetshensyn tilsier derfor at det foretas en betydelig reduksjon av kravet."

Videre mener Seadrill at hensynet til den alminnelige rettsfølelse tilsier at Børsklagenemnden reduserer dagmulktkravet ytterligere. Omverdenens reaksjon etter at børsen besluttet delvis nedsettelse av kravet 12. mai 2010, synes i hovedsak å være undring over at man nå vil inndrive dagmulkten.

Seadrill viser dessuten til de grunner for nedsettelse av dagmulkten som var angitt i selskapets klage av 8. april 2010. Der fremgår blant annet følgende:

"I samsvar med forvaltningspraksis på andre rettsområder hvor det opereres med dagmulkt, blant annet i plan- og bygningsretten samt etter forurensningsloven, anmodes det om at Børsklagenemnden foretar et helhetsskjønn og ettergir dagmulkten i så stor utstrekning som Børsklagenemnden, etter sin selvstendige vurdering, finner rimelig."

I klagen av 8. april 2010 påpeker Seadrill videre at selskapet – riktignok med 19 dagers forsinkelse – fremsatte pliktig tilbud og foretok oppgjør til aksjonærene i Eastern Drilling på en måte som ikke medførte kritikk fra noe hold. Gjennomføringen av tilbudet medførte et finansieringsbehov på ca 2,4 milliarder kroner. Seadrill har gjort opp alle sine forpliktelser overfor både staten og børsen i forbindelse med det etterfølgende søksmålet om gyldigheten av konsolideringsvedtaket. Dagmulktkravet er det eneste som gjenstår.

Seadrill mener at preventive hensyn vanskelig kan gis særlig vekt, all den tid det utvilsomt er adgang til å nedsette dagmulkten. I børsforskriften § 30 fjerde ledd og § 32 fjerde ledd er det gitt uttrykkelige påminnelser om at regulert marked helt eller delvis kan ettergi dagmulkt. Børsen har med rette antatt at det samme må gjelde dagmulkt i saker som angjeldende. Videre uttaler Seadrill:

"I forvaltningspraksis ser man da også at vedtak om helt eller delvis ettergivelse av påløpt dagmulkt gjerne begrunnes i at det formål som er søkt oppnådd ved dagmulkten, er oppnådd ved at den angjeldende part faktisk har oppfylt sine forpliktelser."

Ettergivelse vil antakelig ut fra prevensjonshensyn være mindre betenkelig i denne saken enn i de fleste tilfeller, når man ser hele sakskomplekset under ett.

Det er etter Seadrills oppfatning svært urimelig å legge vekt på at selve vedtaket om dagmulkt ikke ble påklaget av Seadrill i 2007. På det tidspunkt var hovedsaken å få prøvet konsolideringsvedtaket, og det å påklage vedtaket om dagmulkt ble vurdert som en unødvendig utvidelse av tvistebehandlingen.

I klagen av 8. april 2010 heter det videre:

“Det hevdes at et vedtak om dagmulkt i seg selv ikke er et vedtak av pønal karakter. På inndrivelsesstadiet, og særlig i en sak hvor selve inndrivelsen først initieres ca. 3 år etter at vedtaket ble truffet, fremstår imidlertid en påløpt dagmulkt i et annet lys... I en slik vurdering blir det for snevert bare å vurdere den angjeldende parts finansielle yteevne, hvor yteevnen for øvrig allerede har vært avgjørende for i det hele tatt å kunne gjennomføre det pliktige tilbudet. I tillegg må man blant annet, igjen ut fra en helhetsvurdering av sakskomplekset, også gjøre en proporsjonalitetsbetraktning. I angjeldende sak starter den med det særdeles byrdefulle konsolideringsvedtaket som bakteppe. På dette grunnlag skal så dagmulktkravet vurderes opp mot den overtredelse som er begått. I et slikt perspektiv fremstår unektelig en inndrivelse av 50 millioner kroner i dagmulkt 3 år etter budgjennomføringen som utenfor enhver rimelig proporsjon.”

6. Børsklagenemndens vurdering

Børsklagenemnden, som har full prøvelsesadgang i saken, har vurdert rimeligheten i å opprettholde den ilagte dagbot og slutter seg til børsens syn på dette spørsmål. Børsklagenemnden viser til børsens vedtak av 12. mai og 16. juni 2010 og tiltrer i det vesentlige børsens begrunnelse for at den påløpte bot ikke ettergis. I tillegg kommer det forhold at ettergivelse av dagmulkten faktisk ble tilbudt Seadrill som del av et forlik hvoretter Seadrill på sin side skulle la være å anke tingrettsdommen. Seadrill ønsket ikke å gå inn på et slikt forlik. Børsklagenemnden kan ikke se at det foreligger grunner som tilsier at dagmulkten som er påløpt som følge av børsens vedtak den 28. februar 2007, skulle ettergis helt eller delvis.

Derimot finner Børsklagenemnden grunn til å påpeke at det påløpte dagmulktkrav er et offentligrettslig krav. Det dreier seg derfor ikke om et krav på formuerettens område, og loven om forsinkelsesrenter kan følgelig ikke anvendes, jf. lovens § 1. Så vidt Børsklagenemnden kan se, foreligger heller ingen annen hjemmel for å beregne forsinkelsesrenter av et slikt krav.

Det kan derfor i høyden bli snakk om å kunne kreve avsavnsrenter for den periode påløpt dagmulkt ikke er betalt. Her var forholdet at påløpt dagmulkt første gang ble forsøkt innfordret den 7. mai 2007 med 14 dagers betalingsfrist. I dette påkravet var renter ikke nevnt. På det tidspunkt hadde Seadrill anlagt søksmål for Oslo tingrett for å få prøvet gyldigheten av Børsklagenemndens vedtak av 12. desember 2006, vedtaket som dannet grunnlaget for ileggelsen av dagmulkten. Det skjedde så ikke noe mer med innkrevingen av dagmulkten før mot slutten av 2009, altså nesten 2 ½ år senere.

Børsklagenemnden finner det rimelig at det i dette tilfellet ikke beregnes renter for perioden frem til oktober 2009. Nemnden legger da særlig vekt på at det i fakturaen av 7. mai 2007 ikke er nevnt noe om renter, og at renter første gang bringes på banen ved departementets betalingspåminnelse av 5. oktober 2009, da det ble krevet forsinkelsesrenter med mer enn 9 MNOK.

Som nevnt finner Børsklagenemnden at det ikke foreligger hjemmel for å beregne renter etter forsinkelsesrenteloven. Dersom det i det hele tatt skal beregnes renter, må det være ut fra en betraktning om avsavnsrente. På grunn av den passivitet som her er utvist med hensyn til å orientere Seadrill både om forventet betaling og renteberegning, finner Børsklagenemnden det rimelig at en eventuell rente i dette tilfellet tidligst bør beregnes fra den betalingsfrist som ble satt fra Finansdepartementets side i siste omgang, dvs fra 21. oktober 2009.

Børsklagenemnden traff deretter slikt enstemmig

vedtak:

Oslo Børs' vedtak av 12. mai 2010 opprettholdes med den endring at kravet på morarenter etter lov om forsinkelsesrenter bortfaller i sin helhet. Dersom det kreves avsavnsrenter av dagmulktbeløpet, skal disse tidligst beregnes fra 21. oktober 2009.

3.4 Børsklagenemndens sak 4/2010: Global IP Solutions AB (GIPS)

Avgjørelse av 15. desember 2010 av klage fra Geveran Trading Co. Limited over Oslo Børs ASAs vedtak av 24. september 2010. Oslo Børs vurderte betydningen av transaksjoner foretatt av Kistefos Venture Capital II DA i tilknytning til Google Acquisition Holding Incs frivillige tilbud på utestående aksjer i Global IP Solutions AB.

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Saken gjelder klage fra Geveran Trading Co. Limited ("Geveran") over Oslo Børs' (børsens) vedtak av 24. september 2010 vedrørende transaksjoner foretatt av Kistefos Venture Capital II DAs ("Kistefos") i forbindelse med frivillig tilbud fra Google Acquisition Holding Incs ("Google", tilbyder) på utestående aksjer i Global IP Solutions Holding AB ("GIPS", målselskapet).

Oslo Børs godkjente 20. mai 2010 frivillig tilbud og tilbudsdokument fra Google på utestående aksjer i GIPS.

I brev av 28. juni 2010 og 27. juli 2010 ba Geveran, som var en av aksjeeierne i GIPS, børsen vurdere om det var grunnlag for å konsolidere Kistefos og Google, med den konsekvens at tilbudsprisen skulle økes. Geveran ba også børsen klargjøre hvorvidt Kistefos' erverv av aksjer i GIPS utløste et pliktig tilbud.

På bakgrunn av henvendelsen fra Geveran undersøkte børsen saksforholdet nærmere, jf. redegjørelse nedenfor under pkt. 3.

I brev av 24. september 2010 til Geveran ga børsen uttrykk for at spørsmålet om Kistefos' erverv av aksjer i GIPS utløste et pliktig tilbud i saken, reguleres av svenske tilbudspliktregler, og at det etter børsens oppfatning ikke ble utløst pliktig tilbud etter svenske regler. Børsen uttalte også at den ikke kunne se at det var grunnlag for å øke prisen i det frivillige tilbudet i henhold til norske tilbudspliktregler. Etter børsens oppfatning var det heller ikke grunnlag for å konkludere med at forbudet mot forskjellsbehandling i verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd, var overtrådt. Det er redegjort nærmere for børsens vurderinger nedenfor under pkt. 5.

I brev av 8. oktober 2010 påklaget Geveran Oslo Børs' vedtak av 24. september 2010. En nærmere redegjørelse for klagen følger nedenfor under pkt.6.

Børsen forela i e-post av 13. oktober 2010 klagen for Google, med frist til 22. oktober 2010 for tilsvarende, jf. børsforskriften § 37 fjerde ledd.

I brev av 22. oktober 2010 anførte Google v/ advokat Robert Sveen i advokatfirmaet Steenstrup Stordrange prinsipalt at børsen ikke hadde fattet noe enkeltvedtak, og at klagen derfor må avvises. Google kom også med merknader til de materielle spørsmålene i saken. Det er redegjort nærmere for Googles uttalelser nedenfor under pkt. 7.

Styret i Oslo Børs har vurdert klagen, men har i vedtak av 24. november 2010 ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble derfor ved brev av 25. november 2010 oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og

forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 15. desember 2010. Ved behandlingen deltok Trygve Bergsåker (leder), John Giverholt, Jøril Mæland, Hugo P. Matre og Bernt Zakariassen.

2. Kort om selskapene

Google Acquisition Holdings Inc. (Google) er i følge tilbudsdokument av 18. mai 2010 et heleid datterselskap av Google Inc. Selskapet har forretningskontor i USA.

GIPS er i følge tilbudsdokumentet et aksjeselskap (aktiebolag) med forretningskontor i Sverige. Selskapet er notert på Oslo Børs.

Kistefos og Geveran var begge aksjeeiere i GIPS da Google fremsatte frivillig tilbud på utestående aksjer i GIPS.

3. Sakens bakgrunn

Den 18. mai 2010 offentliggjorde Google at selskapet hadde til hensikt å fremsette et frivillig tilbud på utestående aksjer i GIPS, til en pris på NOK 13 per aksje.

I tilbudsdokument av 18.mai 2010 ble det redegjort for Googles eierinteresser i GIPS før fremsettelsen av tilbudet. I følge tilbudsdokumentet eide verken Google eller selskapets nærstående noen aksjer eller rettigheter til aksjer i GIPS per 18. mai 2010. Det fremgikk imidlertid av tilbudsdokumentet at Google hadde inngått avtaler om forhåndsaksept av tilbudet med i alt 13 aksjeeiere i GIPS, som til sammen representerte 52,1 prosent av aksjekapitalen. Forhåndsakseptene inkluderte aksjepostene til Kistefos, som var den største aksjeeieren i GIPS med en aksjeholdning tilsvarende 37 prosent av aksjekapitalen. I tilbudsdokumentet pkt. 1.4 var det gitt en nærmere redegjørelse for forutgående kontakt mellom Google og Kistefos, og der fremgikk blant annet følgende:

"In December 2009, Google engaged in preliminary discussions with Kistefos and its advisors relating to a potential transaction involving GIPS and submitted a non-binding indication of interest to Kistefos to acquire all GIPS Shares.

On 12 January 2010, the Company announced through a press release on Oslo Børs that it had been informed by Kistefos of a strategic interest from a potential buyer.

Beginning in February 2010, Google and its advisors engaged in non-binding, preliminary discussions with the Company's advisors and Kistefos regarding a potential transaction.

On 25 March 2010, Google and the Company entered into a non-disclosure agreement and a due diligence agreement with an exclusivity undertaking. On the same date, Google and Kistefos entered into a non-disclosure and exclusivity agreement.

In the period from 29 March 2010 to 13 May 2010, Google performed financial, legal and technical due diligence on the Company and engaged in meetings and discussions with representatives of the Company's executive management and advisors as well as certain employees identified by the Company.

On 17 May 2010, Google and the Company entered into a transaction agreement

(the "Transaction Agreement"), the principal terms of which are summarized in Section 1.11 below. On the same date, the Board of the Company provided a recommendation of the Offer to the GIPS shareholders..."

Forhåndsakseptene fra 13 av aksjeeierne beskrives i tilbudsdokumentet som "Irrevocable Undertakings". I tilbudsdokumentet pkt. 1.10 fremgår følgende:

"The irrevocable undertakings will also apply to any additional shares that these shareholders may acquire before the end of the Offer Period."

Oslo Børs godkjente tilbudsdokumentet 20. mai 2010.

Prisen i det frivillige tilbudet på NOK 13 per aksje innebar i følge tilbudsdokumentet en premie på 142,1 prosent sammenlignet med sluttkurs siste handelsdag før GIPS 12. januar 2010 hadde informert markedet om at det forelå strategisk interesse fra en kjøper.

I henhold til tilbudsdokumentet var tilbudsperioden opprinnelig på tre uker fra 20. mai til 4. juni 2010, men med forbehold om forlengelse. Tilbudsperioden ble forlenget to ganger i perioden 4. til 20. juni.

Før børsåpning 21. juni 2010 publiserte Google en børs melding der det ble opplyst at selskapet hadde mottatt aksepter tilsvarende 88,3 prosent av utestående aksjer i GIPS, og at tilbudsperioden ble forlenget til 23. juni 2010.

I børs melding 24. juni 2010 meddelte Google at selskapet hadde mottatt aksepter tilsvarende 90,06 prosent av utestående aksjer i målselskapet, og at budet ville bli gjennomført med forventet oppgjør cirka 1. juli 2010. Det ble samtidig annonsert at tilbudsperioden ble forlenget en siste gang til 25. juni 2010.

Samme dag sendte Kistefos ut børs melding om at selskapet hadde ervervet 264 502 GIPS-aksjer til en gjennomsnittspris tilsvarende NOK 14,51 per aksje, og at Kistefos hadde akseptert det frivillige tilbudet fra Google for alle de ervervede aksjene, til en pris på NOK 13 per aksje.

Geveran, som eide 3,6 prosent av aksjene i GIPS per 18. mai 2010, henvendte seg i brev av 28. juni 2010 til Oslo Børs. I brevet viste Geveran til at tilbudet fra Google var på NOK 13 per aksje, og at Kistefos i børs melding 24. juni 2010 hadde opplyst at selskapet hadde ervervet aksjer i GIPS den 23. juni 2010 til en snittpris på NOK 14,51 per aksje. Geveran anførte at Google og Kistefos måtte konsolideres som følge av at Kistefos gjennom forhåndsaksepten hadde en kontraktsrettslig forpliktelse til å akseptere budet i GIPS for så vidt gjaldt alle aksjer ervervet før tilbudsperiodens utløp. Etter Geverans oppfatning var konsekvensen av dette at "Google, when making the mandatory offer for the remaining shares in GIPS required under the Securities Trading Act following the completion of the Offer, will have to do this at a price of NOK 14,51". Geveran viste også til at det antall aksjer Kistefos kjøpte 23. juni 2010, var svært nær det antallet aksjer Google manglet for å oppnå 90 prosent aksept.

Brevet fra Geveran ble fulgt opp av telefoner og e-poster fra Espen Westeren i Geveran og Tor Olav Trøim. I følge tilbudsdokumentet eide Tor Olav Trøim på tidspunktet for fremsettelsen av det frivillige tilbudet aksjer tilsvarende 2,3 % av utstående aksjer i GIPS. Geveran er i følge børsstyrets redegjørelse for saken kontrollert av investor John Fredriksen.

På bakgrunn av henvendelsen fra Geveran igangsatte børsen undersøkelser av saken. I

den forbindelse innhentet børsen blant annet skriftlige redegjørelser fra Google og Kistefos, samt deres finansielle rådgivere SEB Enskilda og ABG Sunndal Collier. Børsen innhentet også lydbandopptak av samtaler mellom de involverte.

Som svar på henvendelse fra børsen i forbindelse med undersøkelsene av saken, opplyste Kistefos i brev 19. august 2010 blant annet at transaksjonene som ble gjennomført 23. juni 2010, ble gjort for å søke å bidra til at Google oppnådde akseptgraden på 90 prosent som var satt som betingelse for det frivillige tilbudet. Kistefos' tap for ervervet av aksjene 23. juni 2010, utgjorde isolert sett NOK 371 195. For Kistefos "ville en gjennomføring av Googles frivillige tilbud forhindre et potensielt tap på minst NOK 54 000 000, samtidig som man ville realisere en gevinst på NOK 37 382 681". I brevet fra Kistefos fremgår videre:

"Det var på det tidspunktet transaksjonene ble gjennomført helt åpent om den nødvendige akseptgrad ville oppnås, og transaksjonen innebar således en betydelig økonomisk risiko for KVC [Kistefos]. Transaksjonene ble foretatt for KVCs egen regning og risiko.... Etter KVCs vurdering var de aktuelle transaksjoner velbegrunnede og utelukkende basert på legitime forretningsmessige vurderinger."

I samme brev uttalte Kistefos at selskapet - etter at Google hadde annonsert sitt frivillige tilbud - ble kjent med at Geveran kjøpte seg opp i GIPS, jf. flaggemelding 21. mai 2010. Dette var etter Kistefos' vurdering en indikasjon på at Geveran hadde til hensikt å blokkere for oppkjøpet. Kistefos var kjent med at Geveran kontrollerte i overkant av 8,5 prosent av aksjene. I følge redegjørelsen fra Kistefos hadde Tor Olav Trøim i en telefonsamtale med Ditlef de Vibe gitt klart uttrykk for at Geveran ikke ville akseptere tilbudet fra Google. Etter Kistefos' oppfatning var det stor risiko for at Google ikke ville oppnå 90 prosent aksept, med mindre Kistefos kjøpte ytterligere aksjer i markedet og videresolgte dem til Google. Den høyeste prisen som ble betalt i denne prosessen, var NOK 15 per aksje. I følge brevet fra Kistefos hadde Kistefos ikke informert Google om kjøp av aksjer den 23. juni 2010.

Børsen besvarte Geverans henvendelse i e-post 13. juli 2010. I e-posten viste børsen til at GIPS var et selskap med registrert forretningskontor i Sverige, og derfor underlagt delt tilbudsmyndighet i henhold til verdipapirforskriften kapittel 6 underkapittel III. Utløsning av tilbudsplikt, samt forhold knyttet til tvangsinnløsning, reguleres i følge børsens e-post av svensk rett. Børsen uttalte videre at i henhold til svensk rett, gjelder ikke reglene om pliktig tilbud der tilbudspliktsgrensen er nådd som følge av et frivillig tilbud, og tvangsinnløsning av GIPS kunne således igangsettes uten forutgående pliktig tilbud. Det ble avslutningsvis i e-posten påpekt at børsen heller ikke hadde funnet faktisk eller rettslig grunnlag for å gripe inn i prisfastsettelsen i det frivillige tilbudet etter norsk lovgivning. Børsens undersøkelser av saksforholdet medførte i følge e-posten ikke at det var grunnlag for å hevde at omtalen i tilbudsdokumentet av hendelsesforløpet var uriktig.

Den 17. juli 2010 igangsatte Google tvangsinnløsning av utestående aksjer.

Den 27. juli 2010 sendte Geveran en ny henvendelse til børsen, der det ble vist til at spørsmålet om konsolidering av GIPS og Kistefos måtte skje etter svenske regler, og at disse innebar at Google og Kistefos måtte konsolideres.

I børsmelding 28. juli 2010 meldte Google om at tilbudet ville bli gjennomført.

Den 26. august 2010 ble GIPS-aksjene etter søknad strøket fra notering på Oslo Børs.

Børsen besvarte Geverans henvendelse av 27. juli 2010 i brev av 24. september 2010. I

brevet viste børsen til undersøkelsene den hadde gjort i tilknytning til saken. Børsen fastholdt i brevet sin konklusjon fra e-post 13. juli 2010 om at det ikke var grunnlag for å vurdere prisen i tvangsinnløsningen eller gripe inn i prisfastsettelsen i det frivillige tilbudet.

I brev 8. oktober 2010 påklaget Geveran Oslo Børs' vurderinger i brev fra 24. september 2010. Det er redegjort nærmere for klagen nedenfor under pkt. 6. Øvrige opplysninger om klagesaken fremgår ovenfor under punkt 1, og det vises til fremstillingen der.

4. Rettslig grunnlag

4.1 Hvilke beslutninger som kan påklages

Børsloven (lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder) § 40 første punktum lyder:

"Når børs treffer avgjørelser etter denne lov §§ 25, 26, 30, 31 og 34, samt verdipapirhandelloven kapittel 6 og 7 og § 17-4 tredje ledd, skal forvaltningslovens kapittel III, IV, V, VI og VIII, med unntak av § 13, få anvendelse."

Børsklagenemnden behandler klager på slike vedtak som nevnt i børsloven § 40, jf. børsloven § 41 og børsforskriften (forskrift 29. juni 2007 nr. 875) § 35 første ledd første punktum.

4.2 Lovvalg knyttet til overtakelsestilbud og frivillige tilbud ved oppkjøp

Verdipapirhandelloven (lov 29. juni 2007 nr. 75) inneholder regler om tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp. I § 6-23 er det gitt regler for overtakelsestilbud med tilknytning til flere stater. Bestemmelsens første ledd nr. 1 lyder:

*"(1)Bestemmelsene i dette kapittel gjelder tilsvarende i forhold til
1. selskap med forretningskontor i annen stat, hvis aksjer eller andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer, ikke er notert på regulert marked i den stat hvor selskapet har sitt forretningskontor, men på norsk regulert marked, og..."*

Verdipapirforskriften (forskrift 29. juni 2007 nr. 876) § 6-14 annet ledd, jf. § 6-13 tredje ledd, inneholder nærmere regler om delt lovvalg for selskap med forretningskontor i annen EØS-stat enn Norge, som ikke har aksjer notert på regulert marked i EØS-staten hvor selskapet har forretningskontor. Verdipapirforskriften § 6-14 annet ledd nr. 1 og 2 lyder:

- 1. spørsmål av rettslig karakter knyttet til tilbudsprosessen, herunder spørsmål om vederlag som tilbys i forbindelse med tilbudet, og da særlig tilbudspris, fremgangsmåten ved tilbudet, opplysninger om tilbyders beslutning om å fremsette et tilbud, innholdet i tilbudsdokumentet og offentliggjøring av tilbudet, behandles etter norsk rett,*
- 2. spørsmål av rettslig karakter knyttet til informasjon til ansatte i selskapet og selskapsrettslige spørsmål, herunder spørsmål om grensen for når tilbudsplikt utløses, eventuelle fritak fra plikten til å fremsette et tilbud og unntak fra tilbudsplikten, behandles etter reglene i den EU/ EØS-staten selskapet har forretningskontor, og overvåkes av tilbudsmyndigheten i denne staten.*

5. Børsens vedtak

5.1 Børsens brev av 24. september 2010

Oslo Børs viser i brev 24. september 2010 til at GIPS har forretningskontor i Sverige, og at selskapet således er underlagt delt lovvalg ved overtakelsestilbud, jf. verdipapirforskriften kapittel 6, underkapittel III. Spørsmålene i saken reguleres i følge børsen for en stor del av svensk rett. Etter børsens oppfatning kommer ikke kravene for pliktige tilbud til anvendelse for en tilbyder som har passert tilbudspliktgrensen der ervervet er foretatt gjennom et frivillig tilbud etter svensk rett. Som konsekvens av dette kan Google sette i gang tvangsinnløsning uten et forutgående pliktig tilbud. Tvangsinnløsning, herunder beregning av innløsningsprisen, er i følge børsen et selskapsrettslig forhold som reguleres fullt ut av selskapslovgivningen i landet der selskapet har sitt hovedkontor.

Børsen kan heller ikke se at det er rettslig grunnlag for å kreve at tilbudsprisen i det frivillige tilbudet skal økes i saken, jf. verdipapirhandeloven kapittel 6.

Iht. verdipapirhandeloven § 6-10 niende ledd skal tilbyder ikke forskjellsbehandle aksjeeiere ved fremsettelse av tilbud. Børsens undersøkelser av saksforholdet gir ikke grunnlag for å konkludere med at Google var involvert i Kistefos' transaksjoner på en måte som er i strid med bestemmelsen.

5.2 Børsstyrets vedtak av 24. november 2010

I vedtak av 24. november 2010 redegjør børsstyret for sakens bakgrunn, herunder Googles frivillige tilbud på utestående aksjer i GIPS og børsens undersøkelser for å kartlegge omstendighetene rundt Kistefos' erverv av aksjer GIPS den 23. juni 2010. Det vises til fremstillingen ovenfor under pkt. 3 for en nærmere gjennomgang av sakens bakgrunn, herunder børsens undersøkelser.

I vedtaket gjengir børsstyret deretter anførselene i klagen fra Geveran, samt anførselene i tilsvaret fra Google, jf. nærmere om anførselene nedenfor under hhv. pkt. 6 og 7.

Børsstyret gjennomgår deretter det rettslige grunnlaget i saken. Først redegjør børsen for sin forståelse av reglene om delt lovvalg og tilbudspris ved frivillige tilbud. I den forbindelse viser børsstyret til at GIPS er et allmennaksjeselskap med forretningskontor i Sverige, og at selskapets aksjer var notert på Oslo Børs som eneste noteringssted da det frivillige tilbudet ble fremsatt.

Børsstyret siterer fra verdipapirforskriften § 6-14 annet ledd nr. 1 og 2. Bestemmelsen er gjengitt ovenfor under pkt. 4 i foreliggende vedtak, og det vises til det som er sitert der. Børsstyret uttaler deretter:

"Henvisningen til "selskapsrettslige spørsmål, herunder spørsmål om grensen for når tilbudsplikt utløses" i verdipapirforskriften § 6-14 (2) nr. 2 har i praksis også blitt vurdert å omfatte spørsmål om konsolidering ved vurderingen av om tilbudsplikt utløses. Videre er det lagt til grunn at tvangsinnløsning er et selskapsrettslig anliggende som reguleres fullt ut av selskapslovgivningen i landet der selskapet har sitt registrerte forretningskontor.

Børsen har i samsvar med ovennevnte vurdert at spørsmål knyttet til inntreden av tilbudsplikt eller unntak fra slik plikt, samt alle forhold knyttet til tvangsinnløsningen, herunder fastsettelsen av løsningssum, reguleres etter svensk rett i den konkrete sak. Som opplyst i tilbudsdokumentets punkt 2.13, og i motsetning til utgangspunktet etter norsk rett, er det etter svensk lovgivning (lag

(2006:451) om offentlige oppkjøpsbudandene på aktiemarkedet) unntak fra tilbudsplikt ved erverv av aksjer som medfører at erververens beholdning overskrider tilbudspliktsgrensen på 30 % der ervervet er foretatt gjennom et frivillig tilbud. Bakgrunnen for dette synes å være at det i Sverige, i motsetning til i Norge, oppstilles krav for gjennomføringen av frivillige tilbud, herunder fastsettelse av prisen i det frivillige tilbudet, som langt på vei tilsvarer de regler som gjelder for pliktige tilbud.

Børsen har fått opplyst at en tvangsinnløsningsprosess etter svensk selskapslovgivning tar 6-9 måneder. Prøving av løsningssummen utøves av en særskilt "skiljenämnd" i henhold til regler om dette. Der tvangsinnløsning skjer som følge av et frivillig tilbud skal prisen som utgangspunkt tilsvare prisen i det frivillige tilbud, men prisen kan også bli en annen om særlige grunner tilsier dette.

Geveran aksepterte så langt børsen er kjent med ikke Googles tilbud for noen av aksjene i GIPS selskapet eide ved fremsettelsen av budet eller ervervet i tilbudsperioden. Som det fremgår ovenfor kunne Google etter gjennomføringen av det frivillige budet i henhold til svensk lovgivning gå direkte på tvangsinnløsning uten først å fremsette et pliktig tilbud. Geverans anførsel i brev av 28. juni om konsolidering av Google og KVC med betydning for tilbudsprisen i etterfølgende pliktig tilbud er således ikke relevant. Når det gjelder tvangsinnløsning, og vurdering av innløsningssum i denne, er det børsens vurdering at dette reguleres fullt ut av svensk selskapslovgivning, og således ikke er et anliggende for Oslo Børs. I den grad Geveran ønsker å påvirke prisen i tvangsinnløsningen må dette skje i henhold til svenske regler og prosedyrer for prøving av løsningssum. Oslo Børs er ikke kjent med omstendighetene rundt den pågående tvangsinnløsningsprosessen i GIPS, herunder om Geveran eller andre gjenværende minoritetsaksjonærer har utfordret den der foreslåtte eller fastsatte løsningssum.

I etterfølgende henvendelser synes Geveran, på bakgrunn av ovennevnte, å anføre at Oslo Børs skal gripe inn i prisfastsettelsen i selve det frivillige tilbudet til fordel for aksjonærer som har akseptert budet. Eventuelt også ut fra en tanke om at en inngripen i tilbudsprisen indirekte kan påvirke "skiljenämndens" vurdering av prisen i tvangsinnløsningen til fordel for Geveran.

I henhold til verdipapirforskriften § 6-14 (2) nr. 1 er det klart at spørsmål relatert til tilbudsprisen i et frivillig eller pliktig tilbud der målselskapet har forretningskontor i én EØS-stat og aksjene notert i en annen EØS-stat som eneste noteringssted, reguleres av lovgivningen i den stat målselskapets aksjer er notert. Det kan således ikke være tvilsomt at prisen i Googles frivillige tilbud på utestående aksjer i GIPS reguleres etter norsk rett. Det medfører derfor ikke riktighet som Geveran anfører at Oslo Børs må se hen til svenske regler ved vurderingen av prisen i det frivillige tilbudet...

... Uten at det får betydning for vurderingen av at det er de norske reglene som kommer til anvendelse ved vurdering av KVCs transaksjoners betydning for tilbudsprisen i Googles frivillige tilbud på aksjene i GIPS, finner Oslo Børs for ordens skyld også grunn til å bemerke at reglene Geveran anfører at Oslo Børs skal se hen til er Nasdaq OMX Stockholms egne regler om oppkjøpstilbud. Reglene er utarbeidet med hjemmel i lag (2007:528) om värdepappersmarknaden § 8 hvor det fremgår at en børs skal ha regler om offentlige oppkjøpstilbud angjeldende aksjer notert på det regulerte markedet som børsen driver. Nasdaq OMX Stockholm-reglene som Geveran viser til får i henhold til reglenes punkt I.1 kun anvendelse der målselskapets aksjer er notert på Nasdaq OMX Stockholm.

GIPS var på tidspunktet for fremsettelsen av tilbudet notert på Oslo Børs som eneste noteringssted. Når det gjelder de punkter som etter verdipapirforskriften og takeoverdirektivet skal reguleres av svensk rett, herunder forhold knyttet til inntreden av pliktig tilbud, antar Børsen at vurderingen må skje etter lag (2006:451) om offentlige oppkjøpsbud på aktiemarkedet, slik dette også er lagt til grunn i tilbudsdokumentet. Den nevnte lov oppstiller generelle regler om tilbudsplikt uavhengig av hvilket regulerte marked aksjene er notert på. Regelen om konsolidering i Nasdaq OMX-reglene pkt I.3 bokstav e) som Geveran viser til er ikke reflektert i denne lovens § 5 om konsolidering (som i stedet innehar en mer generell regel om at som nærstående anses "någon som samarbetar med förvärvaren i syfte att uppnå kontroll över bolaget")."

Børsstyret går deretter over til å vurdere transaksjonenes betydning for tilbudsprisen etter norsk lovgivning, og viser til at Geveran har anført at det må fattes vedtak om å konsolidere Kistefos og Google "with regard to Kistefos' acquisition of the shares in GIPS thus increasing the offer price of the entire offer to NOK 14,15". Børsstyret uttaler at børsen på bakgrunn av Geverans henvendelse vurderte omstendighetene rundt Kistefos' transaksjoner og hvilken betydning disse kunne få for tilbudsprisen etter norsk lovgivning. Verdipapirhandelloven kapittel 6 oppstiller ikke særskilte krav til tilbudsprisen i frivillige tilbud. Det er imidlertid krav om likebehandling av aksjeeiere også ved frivillige tilbud, jf. verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd, jf. § 6-19 første ledd. Børsen har undersøkt om det forelå brudd på likebehandlingsprinsippet i saken. I teori og praksis er det lagt til grunn at tilbyders erverv av aksjer til en høyere pris enn tilbudsprisen i tilbudsperioden for et frivillig tilbud, innebærer forskjellsbehandling i strid med verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd. I vedtaket fremgår videre:

"Spørsmålet er videre i hvilken grad tilbyder i et frivillig tilbud kan hefte for andres handlinger etter likebehandlingsregelen i vphl. § 6-10 (9)..."

Av vphl. § 6-5 (1) følger det at i forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like som en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående. Det er i teori og praksis lagt til grunn at henvisningen til "reglene om tilbudsplikt" også omfatter reglene om pris i pliktige tilbud, jf. vphl. § 6-10 (4) og § 6-10 (5), i den forstand at nærståendes erverv vil få betydning for den pris tilbyder må betale i et pliktig tilbud. Når det gjelder frivillige tilbud er det i vphl. kapittel 6 ingen tilsvarende eksplisitte regler om pris eller betydningen av nærståendes handlinger for fremsettelsen eller gjennomføringen av det frivillige budet. Oslo Børs anser på denne bakgrunn at det ikke foreligger rettslig grunnlag for å basere vurderingen av om tilbyder i et frivillig tilbud hefter for andres handlinger etter vphl. 6-10 (9) på om denne andre er å betrakte som en nærstående etter vphl. § 2-5. Oslo Børs utelukker dog ikke at tilbyder etter omstendighetene kan hefte for andres handlinger under henvisning til vphl. § 6-10 (9), men antar da at dette da må baseres på mer alminnelige gjennomskjærings- og omgåelsesbetraktninger, og ut fra en konkret vurdering av om tilbyder er involvert i handlingen på en slik måte at handlingene må anses å være utført på vegne av tilbyder, eksempelvis ved bruk av stråmenn el."

Børsen har på bakgrunn av sine undersøkelser ikke funnet grunnlag for å anta at Google har vært involvert i Kistefos' erverv av aksjer på en slik måte at Google må anses å ha forskjellsbehandlet aksjonærer i strid med verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd.

Børsstyret går deretter til å vurdere Geverans henvisning til tilbudsdokumentet pkt. 2.12, og gjengir følgende fra tilbudsdokumentet:

"The Offeror reserves the right to acquire GIPS Shares outside the Offer before,

during and after the Offer Period, in accordance with applicable laws and regulations. Any purchases of GIPS Shares outside the Offer will be publicly disclosed and notified to GIPS, to Oslo Børs on GIPS' ticker on www.newsweb.no and the Swedish Financial Supervisory Authority by the following trading day, in accordance with applicable rules and regulations. If the Offeror acquires GIPS Shares at a price higher than the Offer Price, the Offer Price will be increased to be at least equal to such higher price and the Offer will be amended in accordance with Section 2.7 "Amendments to the Offer".

Børsstyret kan ikke se at det er grunnlag for å heve tilbudsprisen under henvisning til at ordet "tilbyder" (Offeror) i tilbudsdokumentet også må omfatte tilbyders nærstående, slik Geveran synes å anføre. I tilbudsdokumentet er "Offeror" definert som Google. Uansett kan børsen ikke se at tilbudsdokumentet pkt. 2.12 omfatter Kistefos' erverv av aksjer i tilbudsperioden basert på det faktum børsen har lagt til grunn.

Børsstyret mener, som det fremgår ovenfor, at spørsmålet om Google kan pålegges å betale den høyeste pris Kistefos har betalt for aksjer i GIPS i tilbudsperioden, ikke beror på en vurdering av om Google og Kistefos er å anse som nærstående. For det tilfelle at det etter Børsklagenemndens oppfatning likevel skulle være relevant å foreta en vurdering av om Google og Kistefos er å anse som nærstående etter norsk rett, mener børsen at det ikke er grunnlag for å konsolidere de to. Reguleringen av forhåndsaksepter i avtalene mellom Google og Kistefos var en vanlig regulering for både forhåndsaksepter og ordinære aksepter. Google mottok slike forhåndsaksepter fra 13 aksjonærer i GIPS, som til sammen eide aksjer tilsvarende 52,1 prosent av de utestående aksjene. En klausul om at aksepten omfatter aksjer som akseptanten eier på avtaletidspunktet og aksjer som erverves i løpet av tilbudsperioden, kan etter børsstyrets oppfatning ikke i seg selv gi grunnlag for konsolidering, jf. verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5. Slike aksepter verken forplikter eller hindrer akseptanten i å erverve ytterligere aksjer. Et ytterligere erverv skjer for akseptantens regning og risiko. Tilbyder kan ikke kontrollere om akseptanten faktisk velger å erverve aksjer til en høyere pris i tilbudsperioden. Slikt erverv kan ikke innebære at tilbyder pålegges å øke tilbudsprisen. Dette ville være umulig for tilbyder å kontrollere og ville gi urimelige konsekvenser. Børsstyret kan heller ikke se at det foreligger andre omstendigheter som innebærer at Google og Kistefos må konsolideres etter verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5.

Børsstyret fattet deretter vedtak med slik konklusjon:

"Oslo Børs fastholder sitt vedtak om godkjenning av frivillig tilbud på utestående aksjer i GIPS av 18. mai 2010 til en pris per aksje på NOK 13,00. Saken oversendes Børsklagenemnden for behandling."

6. Klager Geverans anførsler

Geveran mener at Oslo Børs i brev 24. september 2010 har fattet et uriktig vedtak, og at vedtaket må kjennes ugyldig. Geveran ber om at det fattes nytt vedtak, der Kistefos og Google konsolideres for så vidt gjelder Kistefos' erverv av aksjer i GIPS, slik at tilbudsprisen heves til NOK 14,5 per aksje.

I klagen anfører Geveran at spørsmålet om konsolidering må avgjøres etter svensk rett. Geveran viser til svenske regler om tilbudsplikt ("Swedish Take Over rules") punkt II.14, første ledd, der det i følge Geveran heter:

"If the offeror after an offer is made public acquires shares in the target company (side acquisition) and the terms in the side acquisition are better for the seller than the terms in the offer, the offeror shall adjust the terms in the offer thereto."

Geveran viser også til sjette ledd i samme bestemmelse, der det fremgår at *"by application of this section, side acquisitions which are made by anyone who according to Section I.3, at the time of the side acquisition, is a related party to the offeror shall be regarded as made by the offeror."* "Related party" er definert som *"someone who cooperates with the offeror with the purpose of assisting in the completion of the offer"*, jf. svenske tilbudspliktregler pkt. I.3 e).

I kommentarene til denne bestemmelsen uttaler den svenske børsen i følge Geveran at bestemmelsen kan bli anvendt for eksempel hvis noen erverver aksjer i den hensikt å levere disse til tilbyder.

Geveran anfører at avtalen mellom Google og Kistefos om salg av hele Kistefos' beholdning av aksjer og de aksjer Kistefos senere måtte erverve til Google, gir grunnlag for å heve tilbudsprisen. Kistefos' hensikt med å erverve ytterligere aksjer, var å levere disse aksjene til Google. Kistefos' erverv av GIPS-aksjer er nøyaktig en slik type ordning som rammes av de svenske tilbudspliktreglene. Kistefos' senere erverv av aksjer i GIPS til en høyere pris var en forhåndsbetingelse for at Google skulle oppnå et tilstrekkelig antall aksepter.

Geveran bestrider ikke at Google er underlagt svenske regler om tilbudsplikt og konsolidering. Etter svensk rett er det – i motsetning til etter norsk rett – mulig å erverve alle utstående aksjer ved et frivillig tilbud. Geveran mener likevel at konsolideringsreglene i de svenske tilbudspliktreglene gjelder. Etter svensk rett har det ikke betydning hvorvidt det dreier seg om et pliktig eller frivillig tilbud. Tilbudsdokumentet i det frivillige tilbudet inneholder den samme prisreguleringsmekanismen som reglene om pliktige tilbud pålegger, jf. særlig pkt. 2.12 i tilbudsdokumentet.

Geveran oppsummerer sine anførsler når det gjelder faktum og jus slik i klagen:

- *"Kistefos sold all its shares in GIPS to Google, and was under the obligation to sell all additional shares in GIPS subsequently acquired to Google.*
- *Google did not reach the required number of shares under the voluntary offer of NOK 13 pr share.*
- *Kistefos acquired further shares in the market for NOK 14,5 and sold these shares for NOK 13 to Google under a binding agreement with Google to do so. Reference is made to the Acceptance Form, Appendix 1 to the Voluntary Offer document, 1: "The acceptance also includes any shares which, in addition to the shares specified above, are acquired or will be acquired" (emphasis added).*
- *The additionally acquired shares at NOK 14,5 were a pre-condition in order for Google to be able to reach 90%, and consequently delist and initiate a squeeze out procedure.*
- *Kistefos and Google must be consolidated under the Swedish Take Over Act, II.4, and Kistefos' acquisition of the extra shares must be regarded as being made by Google, outside the offer.*
- *With reference to Section 2.12 in the Offer Document, the offer price must be increased to equal the price that Kistefos paid in order to enable Google to complete its offer and for Kistefos to sell its shares to Google. The shares must be regarded as being acquired by Google outside the offer."*

7. Anførsler i tilsvaret fra Google

Google v/advokat Robert Sveen har i brev 22. oktober 2010 anført at børsens brev av 24. september 2010 ikke inneholder noe enkeltvedtak som kan påklages til

Børsklagenemnden, jf. børsloven § 40 og forvaltningsloven, slik at klagen må avvises.

Google har likevel noen kommentarer til det rettslige grunnlaget for Geverans anførsler.

Geveran har anført at spørsmålet om konsolidering må avgjøres etter svensk rett, og har vist til Nasdaq OMX Stockholms tilbudspliktregler. Google påpeker at det følger av disse reglene pkt. I.1 at de kun gjelder hvis målselskapet er notert på Nasdaq OMX Stockholm. Googles bud på GIPS faller derfor utenfor reglernes anvendelsesområde, og reglene kommer ikke til anvendelse i saken.

EUs direktiv om overtakelsestilbud art. 4, som er gjennomført i norsk rett i verdipapirhandelloven kapittel 6, omhandler spørsmålet om anvendelse av tilbudspliktreglene ved "shared jurisdiction". Forhold knyttet til budprosessen for så vidt gjelder bud på aksjene i GIPS (som er et selskap med forretningskontor i Sverige, og som kun er notert på Oslo Børs), reguleres av norske tilbudspliktregler.

Google anfører videre at det under enhver omstendighet ikke foreligger grunnlag for konsolidering av Google og Kistefos etter svenske tilbudspliktregler. Kistefos handlet på eget initiativ og for egen regning.

8. Børsklagenemndens vurdering

8.1 Foreligger det et enkeltvedtak som kan påklages?

Det er reist spørsmål om børsens brev 24. september 2010 inneholder et enkeltvedtak som kan påklages. Børsklagenemnden ser det slik at børsens avgjørelse om at det ikke var grunnlag for økt pris under det frivillige tilbudet som i første omgang var blitt godkjent ved børsens vedtak 20. mai 2010, er et enkeltvedtak som kan påklages. Børsen har foretatt en realitetsbehandling, som er avsluttet med at opprinnelig vedtak er fastholdt. Børsen synes selv å ha forstått klagen slik at den gjelder børsens opprinnelige vedtak om godkjenning av 20. mai 2010, idet børsen i sitt vedtak 24. november 2010 konkluderer med at børsens vedtak om godkjenning av tilbud av 18. mai 2010, fastholdes. Børsklagenemnden behandler saken som en klage over børsens vedtak 24. september 2010 om ikke å øke prisen i tilbudet.

Nemnden kan ikke se at børsens brev 24. september 2010 reflekterer noe enkeltvedtak om andre spørsmål enn prisen i det frivillige tilbudet. Nemnden vil nevne spesielt at klagesaken for nemnden ikke dreier seg om tilbudsplikt eller tvangsinnløsning, ut over den betydning regler om tilbudsplikt og tvangsinnløsning eventuelt kan ha for prisen i det frivillige tilbudet.

8.2 Realiteten i klagen

Saken gjelder prisen i det frivillige tilbudet som ble varslet av Google 18. mai 2010 og som ble godkjent av børsen 20. mai 2010. Det følger av vphl. § 6-19 første ledd at noen av lovens bestemmelser om pliktige tilbud også gjelder ved fremsettelse av frivillig tilbud som innebærer tilbudsplikt etter § 6-1, hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det. Reglene om tilbudspris i § 6-10 fjerde og femte ledd gjelder ikke ved frivillige tilbud. Det er i saken reist spørsmål om korrekt pris ved pliktig tilbud på eller ved tvangsinnløsning av aksjene i GIPS. Børsklagenemnden forstår reglene i vphl. § 6-23 og verdipapirforskriften kapittel 6 underkapittel III slik at rettslige spørsmål som er knyttet til pliktig tilbud og tvangsinnløsning i denne saken langt på vei reguleres av svensk rett, og at de samme rettsspørsmålene håndheves av den svenske kontrollmyndigheten (tilbudsmyndigheten). Spørsmålet om korrekt pris ved eventuell tilbudsplikt synes likevel å reguleres av norsk rett. I den utstrekning norske regler henviser kontrollen til svenske

kontrollorganer, vil norske kontrollmyndigheter etter nemndens oppfatning ikke ha kompetanse på disse områdene. Nemnden ser det videre slik at det utelukkende er norske kompetanseregler som bestemmer norske kontrollmyndigheters kompetanse. Dette betyr at verken børsen eller Børsklagenemnden har formell kompetanse til å vurdere spørsmål knyttet til pliktig tilbud eller tvangsinnløsninger i den utstrekning slike spørsmål reguleres av svensk rett.

Det følger av dette at saken kan reise kompliserte og uoversiktlige spørsmål om forholdet mellom norsk og svensk rett og norske og svenske kontrollmyndigheter. Det kan ikke utelukkendes at svenske regler om pliktige tilbud og tvangsinnløsning kan få indirekte betydning ved vurderingen av prisen i det frivillige tilbudet etter norsk rett. Børsklagenemnden finner det ikke nødvendig å gå inn på disse spørsmålene for å avgjøre den klagesaken som nå står for Børsklagenemnden.

Blant de reglene i vphl. kapittel 6 som gjelder ved frivillige tilbud, er § 6-10 siste ledd om likebehandling av aksjeeierne i målselskapet. Det spørsmålet som er reist i saken, er om de priser som Kistefos betalte ved sine oppkjøp i markedet 23. juni 2010, er av betydning ved vurderingen av prisen i det frivillige tilbudet fra Google, i den forstand at de kjøpene Kistefos gjorde medfører en relevant forskjellsbehandling i forhold til tilbudet fra Google. Dette må etter nemndens syn avgjøres ut fra en tolkning av vphl. § 6-10 siste ledd sammenholdt med de faktiske omstendigheter omkring oppkjøpene gjort av Kistefos. Nemnden kan ikke se at svenske regler om konsolidering og identifikasjon kan være avgjørende i forhold til forbudet mot forskjellsbehandling i vphl. § 6-10 siste ledd.

Nemnden legger ut fra opplysningene i saken til grunn at Kistefos gjennomførte sine kjøp av aksjer i markedet for å beskytte egne interesser, uten forutgående avtale om dette med Google, og uten at kjøpene fant sted i forståelse med Google. Det er opplyst at Google ikke var kjent med de kjøpene som Kistefos gjorde. Selv om Kistefos i tidligere avtale med Google hadde påtatt seg å selge videre til Google alle aksjer som Kistefos ervervet i GIPS mens tilbudet løp, kan nemnden ikke se det slik at det var etablert noen form for samarbeid mellom Google og Kistefos om Googles overtakelse av aksjene i GIPS. Nemnden vil legge til at en forståelse av forholdet som innebærer at Google må øke tilbudsprisen i henhold til den høyeste prisen i de kjøpene som ble gjort av Kistefos, ville også ha virkning for prisen på alle aksjer som Google ervervet fra Kistefos. Kistefos - og andre aksjonærer i GIPS som ga forhåndsaksept på samme vilkår som Kistefos - ville i så fall ha det i sin makt å øke den prisen Google måtte betale under tilbudet ved å gå ut i markedet på egen hånd med kjøp av aksjer i GIPS til høyere pris enn tilbudsprisen fra Google. Dette kan ikke være en akseptabel forståelse av avtalene om forhåndsaksept, og dermed heller ikke av regelen i vphl. § 6-10 siste ledd om forbud mot forskjellsbehandling.

Opplysningene i tilbudsdocumentet (sitert på engelsk foran under 5.2) om at tilbyderens kjøp av aksjer utenfor tilbudet til høyere pris enn i tilbudet, vil medføre tilsvarende økning av tilbudsprisen, kan ikke føre til et annet syn på dette, så lenge nemnden mener at det ikke er grunnlag for identifikasjon mellom Google og Kistefos i forhold til de kjøpene Kistefos har foretatt.

Børsklagenemnden finner grunn til å tilføye at spørsmålet om pris etter nemndens oppfatning ikke ville ha stilt seg annerledes om de norske reglene om pliktig tilbud hadde kommet til anvendelse i saken, jfr. vphl. § 6-10 fjerde og femte ledd. Dette følger av det forhold at det ikke ville ha vært grunnlag for konsolidering av Google og Kistefos etter vphl. § 6-5. Videre finner nemnden grunn til å nevne at den heller ikke kan se at svenske regler om pris ved pliktig tilbud eller tvangsinnløsning ville ha ført til høyere pris enn den prisen på kr 13,- pr aksje som Google har tilbudt.

Klageren kan etter dette ikke gis medhold i klagen.

Børsklagenemnden fattet deretter slikt enstemmig

vedtak:

Oslo Børs' godkjenning 20. mai 2010 av frivillig tilbud fra Google Acquisition Holding Inc på utestående aksjer i Global IP Solutions Holding AB, stadfestet ved børsens vedtak 24. november 2010, stadfestes av Børsklagenemnden.

4. BØRSSTYREVEDTAK 2010 (IKKE PÅKLAGEDE)

4.1 PA Resources AB - Informasjonshåndtering ved oljefunn (Børsstyrevedtak 16.06.2010)

1. Innledning

Saken gjelder spørsmål om PA Resources AB ("PA"/"Selskapet") har opptrådt i strid med verdipapirhandelloven ("vphl") § 5-2 (1), jf. Oslo Børs' løpende forpliktelser pkt. 3.1.1 (1), ved ikke å offentliggjøre innsideopplysninger eller ved manglende melding til Oslo Børs iht. verdipapirforskriften ("vpf") § 5-1, jf løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3). Spørsmålet oppsto i forbindelse med opplysninger et oljefunn på Mer Profond Sud Block i Kongo i juli 2009.

2. Kort om Selskapet

Selskapet beskriver seg selv på sin hjemmeside:

PA Resources affärsidé är att förvärva, utveckla, utvinna och avyttra olje- och gasreserver samt bedriva prospektering för att hitta nya reserver. Produktionen av olja generar ett viktigt kassaflöde som möjliggör de investeringar som krävs för att öka koncernens reserver och därigenom värdet till aktieägarna. PA Resources geografiska fokus är förlagt till tre regioner: Nordafrika, Västafrika och Nordsjön.

PA har vært notert på Oslo Børs siden 12. oktober 2001 og er sekundærnotert på NASDAQ OMX Nordic Exchange i Stockholm (segment Mid Cap) Selskapets markedsverdi per 29. april 2010 var 2 634 millioner kroner. I følge Selskapets hjemmeside var største aksjonær per 29. april 2010 Ulrik Jansson (gjennom kontrollerte selskaper) som eide 5,1 % av aksjene. På samme tidspunkt eide nest største aksjonær 5,0 %, og de 10 største aksjonærene eide til sammen 32,9 %.

3. Sakens bakgrunn

3.1 Melding om overskridelser og børsens undersøkelser

Fredag 17. juli 2009 klokken 15:59 offentliggjorde PA en børs melding med overskrift " PA Resources makes oil discovery in the Republic of Congo". På bakgrunn av meldingen stiger aksjekursen i PA 0,9%. Kursen hadde på tidspunktet for meldingen steget noe tidligere på dagen, slik at oppgangen den aktuelle dagen var 2,8% og 5,5% fra tidspunktet før kursstigningen begynte klokken 15:19. For nærmere opplysninger vises det til vedlagte bilde over kursutviklingen i aksjen 30. og 31. oktober 2008.

På det aktuelle feltet har PA en eierandel på 35%, mens operatøren på feltet, Murphy Oil Corp. ("Murphy"), har 50% eierandel. Murphy er notert på New York Stock Exchange og har informasjonsplikt i det amerikanske markedet og offentliggjør dermed meldinger som de mener er kursensitive for selskapet fra det aktuelle feltet. Melding om funnet ble

offentliggjort av Murphy klokken 15:01.

Børsen sendte e-post til Selskapet 18. september 2009 hvor det ble bedt om bakgrunnen for at Murphy offentliggjorde meldingen 1 time før PA.

Selskapet ga en redegjørelse og etterspurt dokumentasjon i brev datert 22. september 2010.

Fra september har det vært skriftlig korrespondanse mellom børsen og Selskapet om faktum i saken.

Selskapet ble oversendt børsens varsel om overtredelsesgebyr og foreløpige konklusjoner i brev av 7. mai 2010.

3.2 Nærmere om oljefunnet i Kongo

3.2.1 Bakgrunn

PA har eierandeler i tre felt utenfor kysten av Kongo. Feltet som heter Mer Profond Sud har Murphy som operatør og PA eier 35% mens SNPC eier 15%. Feltet har så langt ikke kommet i produksjon men det har vært gjort oljefunn i juli 2009. Murphy er også operatør på det eneste feltet til PA i Kongo hvor det er påbegynt oljeproduksjon. Feltet heter Azurite og har siden produksjonsstart i august 2009 produsert 3,1 millioner fat olje. PA har også her en 35% eierandel.

3.2.2 Tidspunkt for informasjon om oljefunnet

Selskapet uttaler i brev av 2. mars 2010 følgende:

PA Resources AB fick den första relevanta informationen om att ett kommersiellt fynd av olja hade gjorts på den aktuella licensen på eftermiddagen den 10 juli 2009 i samband med att operatören Murphy Oil förberedde ett utkast på pressmeddelande som skulle skickas till Ministeriet Direction General des Hydrocarbures i Republiken Kongo för godkännande. Sådant godkännande är en nödvändig förutsättning för att kunna publicera denna typ av uppgifter utan att bryta mot de licensregler som gäller för licensen Mer Profond Sud. Dessförinnan hade dotterbolags VDN för PA Resources Congo erhållit indikationer från Murphy Oil om att ett oljefynd påträffats i licensen dels genom ett mail den 3 juli och dels vid ett möte med Murphy Oil den 6 juli. Det aktuella oljefyndet var vid dessa tidpunkter endast indikativt och fördjupade analyser och ytterligare utvärdering krävdes innan relevanta fakta kunde fastställas på en sådan nivå att det kunde ligga till grund för ett pressmeddelande.

Det fremgår også at pressemeldingen måtte godkjennes av departementet og at Murphy fikk slik godkjennelse torsdag 16. juli. Samme kveld ble pressemeldingen sendt til partnerne på feltet.

Siden selskapene som er partnere på det aktuelle feltet er børsnotert i forskjellige tidssoner, ble man enig om at offentliggjøringen skulle skje klokken 15 CET fredag 17. juli (tilsvarer klokken 8 Central Standard Time i USA).

Vedrørende bakgrunnen for at meldingen fra PA ikke hadde blitt offentliggjort på det forhåndsavtalte tidspunktet fremgår det av svarbrev fra Selskapet 22. september 2009:

PA Resources avsåg att offentliggöra pressmeddelandet vid samma tidpunkt som

Murphy Oil Corporation hade beslutat att offentliggöra nyheten om oljefyndet, vilket för PA Resources innebar kl. 15.00 norsk/svensk tid.

Tyvärr uppkom omfattande tekniska problem utanför vår kontroll relaterade till internetuppkopplingen och nedladdningen av dokument när pressmeddelandet skulle läggas in i distributionssystemet för utskick. Efter många försök med hjälp av supportavdelningen kunde vi till slut offentliggöra pressmeddelandet kl. 15.58.

4. Rettslig utgangspunkt

4.1 Definisjon av innsideinformasjon

Innsideinformasjon er definert i vphl. 3-2 (1):

”Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.”

De to første hovedvilkårene i definisjonen av innsideinformasjon (dvs. kravet om at opplysningene skal være presise og påvirke kursen merkbart) er nærmere utdypet i vphl. § 3-2 (2) og (3):

”Med presise opplysninger, menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.

Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.”

4.2 Offentliggjøring av innsideinformasjon

Børsnoterte selskap er forpliktet til å offentliggjøre innsideinformasjon, jf. vphl. § 5-2 (1) som lyder:

”Selskapet skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § 3-2 første til tredje ledd.”

På nærmere vilkår kan offentliggjøringen av innsideinformasjon utsettes, jf. vphl. § 5-3 (1) og (2) nr. 1 og 2:

”(1) Utsteder kan utsette offentliggjøring av opplysninger som nevnt i § 5-2 første ledd for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt, jf. § 3-4.

(2) Legitime interesser som nevnt i første ledd kan typisk relatere seg til:

- 1. Pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter hvor resultat eller normal gjennomføring må forventes å bli påvirket av offentliggjøring. I særdeleshet der utsteders finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart*

truet uten at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at utsteder er insolvent, kan offentliggjøring utsettes for en begrenset periode, dersom offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjeeiere eller långiveres interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre utsteders langsiktige finansielle situasjon.

- 2. beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre i kraft som følge av utsteders organisering, forutsatt at offentliggjøring av den ikke endelige beslutningen eller kontrakten sammen med opplysning om at endelig godkjenning ennå mangler, vil kunne villedde allmennhetens korrekte vurdering av forholdet.*

Innsideinformasjon som er utsatt offentliggjort skal behandles konfidensielt, jf. vphl. §§ 5-3 (1) og 3-4. Børsen har i sine løpende forpliktelser pkt. 3.1.1 til 3.1.3 fastsatt regler som tilsvarende vphl. §§ 5-2, 5-3 og 3-4.

4.3 Underhåndenmelding til børsen

Verdipapirforskriften § 5-1 gjengir når selskapet skal gi underhåndenmelding til børsen:

“Ved utsatt offentliggjøring etter verdipapirhandelloven § 5-3 skal vedkommende regulerte marked uoppfordret og umiddelbart gi melding om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen.”

Etter verdipapirforskriften § 5-1, jf. børsens løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3) skal selskapet, ved utsatt offentliggjøring etter vphl. § 5-3, uoppfordret og umiddelbart gi melding om forholdet til børsen, herunder om bakgrunnen for utsettelsen.

Melding om utsatt offentliggjøring som nevnt i tredje ledd skal rettes til børsens selskapsavdeling, og kan gis muntlig. Meldeplikten er innført av hensyn til børsens overvåkning av selskapene i de perioder det foreligger kurssensitiv informasjon som ikke er offentlig kjent.

4.4 Sanksjon

Etter børsloven § 31, jf. børsforskriften § 31, kan børsen ilegge overtredelsesgebyr på maksimalt 10 ganger årlig kursnoteringsavgift for vesentlige brudd på børsens regler og forretningsvilkår. Bestemmelsene er gjentatt i løpende forpliktelser pkt. 15.4 (1). Etter vphl. § 17-4 og § 15-1 (2), jf. verdipapirforskriften § 13-1 kan børsen ilegge overtredelsesgebyr for forsettelige og uaktsomme overtredelser av vphl. §§ 5-2 og 5-3.

Overtredelsesgebyret tilfaller statskassen, jf. børsforskriften § 34 (3) og verdipapirhandelloven § 17-4 (4) annet punktum.

5. Selskapenes anførsler

Børsen mottok svar fra Selskapet på den foreløpige innstillingen 25. mai 2010. Børsen har også hatt telefonisk kontakt med Selskapets advokat i denne saken, advokatfirmaet Schjødt. Av denne fremgår det følgende:

I forhold til spørsmålet om hvorvidt Selskapet skulle ha kontaktet Oslo Børs underhånden i henhold til reglene om utsatt offentliggjøring, aksepterer Selskapet at slik kontakt skulle ha funnet sted da Selskapet den 10. juli 2010 mottok utkast til pressemelding fra operatøren Murphy Oil Corporation. Selskapet beklager naturligvis på det sterkeste at dette ble unnlatt, og presiserer at dette dreide seg

om en beklagelig glipp fra Selskapets side. Informasjonen ble i den aktuelle perioden mellom 10. og 17. holdt 100 % konfidensiell og informasjonshåndteringen vis-a-vis markedet var høyt prioritert, noe som også illustreres av den planlagte felles offentliggjøringen.

Videre skriver Selskapet:

Selskapet har for øvrig i etterkant av hendelsen også gått gjennom sin praksis for å sikre at tilsvarende glipper ikke vil finne sted i fremtiden.

Når det gjelder spørsmålet om sanksjon skriver Selskapet:

På bakgrunn av ovenstående og de konkrete fakta i saken er Selskapet av den oppfatning at en eventuell sanksjon fra Oslo Børs bør ligge helt i nedre ende av skalaen, og etter Selskapets syn bør muligheten til å ilegge økonomiske sanksjoner ikke benyttes i dette tilfellet. Det vises til at bruddet ikke gjelder manglende informasjon til markedet og at det dreier seg om en relativt kortvarig periode. Av de saker som er gjengitt i punkt 7 i børsens utkast til innstilling har saken slik sett mest til felles med sak 91/2007 StatoilHydro ASA, der børsen valgte kun å gi selskapet kritikk. Sammenlignet med nevnte sak er det også et moment at den aktuelle informasjonen i vår sak i mindre grad enn i StatoilHydro-saken må anses som åpenbart kursrelevant. De øvrige saker børsen henviser til, dreier seg gjennomgående om mer alvorlige forhold og saker der det også foreligger brudd på andre regler. Som det også påpekes i utkastet til innstilling er det dessuten gått lang tid fra bruddet til en eventuell sanksjon skal ilegges, noe som taler for en mild reaksjon – særlig i et mindre alvorlig tilfelle som det foreliggende.

Når det gjelder merknaden i børsens innstilling om at det skjerpende i retning ses hen til at Selskapet i 2005 ble ilagt et gebyr på tre ganger kursnoteringsavgiften, er Selskapet av den oppfatning at dette ikke bør få innvirkning på børsstyrets vurdering av en eventuell sanksjon ved i forhold til den nåværende saken. Selskapet vil i den forbindelse peke på at dette gjelder et forhold som ligger hele fem år tilbake i tid, at Selskapet på dette tidspunktet hadde en annen administrasjon enn den nåværende, og at Selskapet allerede er blitt sanksjonert for det aktuelle bruddet.

6. Børsens vurderinger

6.1 Spørsmålet om det forelå innsideinformasjon

6.1.1 Kurspåvirkningspotensialet

Spørsmålet er om opplysningene om oljefunnet i Kongo, hadde et "merkbar" kurspåvirkningspotensial etter vphl. § 3-2 (1).

Normalt vil oljefunn for selskaper av PAs størrelse ha en merkbar kurspåvirkning. PA har ifølge hjemmesiden til Selskapet 28 lisenser i Europa og Afrika. I den aktuelle regionen i Afrika hvor Mer Profond Sud ligger innehar Selskapet tre lisenser. En av disse startet oljeproduksjon i september 2009. Ettersom Selskapet har få lisenser i det aktuelle området, og at antall lisenser ellers er begrenset vil oljefunn regelmessig ha merkbar betydning for prisingen av Selskapets aksjer. Kurspåvirkningspotensialet vil selvfølgelig avhengig av sannsynligheten for at oljefunnet er drivverdige. Ofte vil det være uklart på et tidlig stadium hvor viktig funnet er.

Børsen legger til grunn at opplysninger om et oljefunn har et "merkbart" kurspåvirkningspotensial noe som understøttes av at PA meldte funnet til markedet og at Murphy gjorde tilsvarende overfor New York børsen. Videre vurderte markedet meldingen som positiv. Se ovenfor vedrørende kursutviklingen.

På denne bakgrunn legger børsen til grunn at opplysningene om oljefunnet hadde tilstrekkelig kurspåvirkningspotensial til å bli rammet av vphl. § 3-2.

6.1.2 Presise opplysninger

Selskapet hadde siden 3. juli 2009 vært kjent med et mulig funn på feltet Mer Profond Sud. Selskapet vurderte selv at funnet først ble "relevant information.." den 10. juli. Bakgrunnen for at funnet ikke ble offentliggjort da, var godkjenning fra det kongolesiske departementet og at pressemeldingen skulle gå ut koordinert og på et forhåndsavtalt tidspunkt.

Oslo Børs legger til grunn at informasjonen om oljefunnet utgjorde presise opplysninger. Spørsmålet blir fra hvilket tidspunkt slike presise opplysninger oppstod. Det kan argumenteres for at dette skjedde allerede 3. juli da Selskapet ble oppmerksom på funnet. Selskapet hevder at det krevdes ytterligere analyser og utredninger for å fastslå viktigheten av funnet.

Oslo Børs synes det er vanskelig å fastslå det nøyaktige tidspunktet for når funnet ble presise opplysninger, men legger til grunn at dette senest skjedde 10. juli 2009 når Murphy varslet PA og forberedte en pressemelding for godkjenning i departementet.

6.1.3 Andre vilkår

Opplysninger opphører å være insideinformasjon dersom de blir offentliggjort eller alminnelig kjent, jf. vphl. § 3-2. Det legges til grunn at opplysninger om oljefunnet først ble offentliggjort og alminnelig kjent gjennom børsmeldingen 17. juli 2009.

Børsen bemerker at det er uheldig at informasjonen tilfløt markedet gjennom meldingen fra Murphy 1 time før PA offentliggjorde den samme informasjonen på Oslo Børs. Det bemerkes at selv om bakgrunnen for at PA ikke fikk lagt ut meldingen på tidspunktet som var avtalt ikke var under selskapets kontroll, så vil selskapet alltid kunne ringe børsen og eventuelt be om en stopp i handelen for å minimere skadevirkningene av en ukontrollert offentliggjøring.

6.1.4 Oppsummering

Etter børsens vurdering synes det klart at opplysninger om oljefunn var å anse som insideinformasjon etter vphl. § 3-2. Opplysningene antok denne karakteren senest 10. juli 2009 da Selskapet fikk beskjed fra Murphy om at pressemeldingen skulle sendes for godkjenning til departementet. Selskapet har ikke hatt merknader til børsens vurdering om at det forelå insideinformasjon senest fra 10. juli 2009.

6.2 Offentliggjøringsplikt – utsatt offentliggjøring

Basert på de foreliggende opplysninger legger børsen til grunn at Selskapet i samarbeid med Murphy jobbet med en godkjenning i departementet i perioden 10. juli til 16. juli 2009. I tillegg hadde selskapene et behov for en koordinert offentliggjøring.

Etter børsens oppfatning foreligger det legitime interesser for utsatt offentliggjøring bare dersom offentliggjøring vil kunne skade en pågående prosess, typisk en slik godkjenning

som krevdes i denne saken, jf. også ordlyden i vphl. § 5-3 (2) nr. 1 "Pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter". Børsen bemerker at det fra 10. juli frem til godkjenning ble gitt kan ha foreligget en slik legitim interesse i å utsette offentliggjøring av informasjonen, fordi en offentliggjøring ville kunne medføre problemer overfor departementet i Kongo. Etter børsens oppfatning forelå det således omstendigheter som utgjorde legitime interesser som kunne tilsi utsatt offentliggjøring etter vphl. § 5-3, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.2.

Når Selskapet velger å benytte utsatt offentliggjøring plikter de å underrette børsen om dette etter vphl. § 5-1 jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3). Ettersom Selskapet ikke varslet børsen senest 10. juli har Selskapet forsettelig brutt plikten til umiddelbart å underrette børsen underhånden.

7. Sanksjon

Børsen har i valg av og utmåling av sanksjon sett hen til avgjørelser i lignende saker. Manglende oppfyllelse av plikten til å gi børsen underhåndsmelding om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon ble første gang behandlet av børsstyret i sak 91/2007 StatoilHydro ASA (Vedtak og Uttalelser 2007 s. 52). Selskapet fikk offentlig kritikk, men det ble i de offentliggjorte premissene og pressemeldingen uttalt at fremtidige brudd på varslingsplikten vil kunne foranledige overtredelsesgebyr. Etter denne saken som bygget på børsreglene alene er meldeplikten også inntatt av Finansdepartementet i verdipapirforskriften.

Kortvarige overtredelser av informasjonsplikten har i praksis vært sanksjonert med én til to ganger overtredelsesgebyr, jf. børsstyrets sak 25/2005 MediCult A/S, sak 39/2005 PhotoCure ASA og sak 32/2004 Stolt Offshore S.A.

Tilsvarende spørsmål ble også behandlet av børsstyret i sak 32/2008 Global Geo Services ASA (Vedtak og Uttalelser 2008 s. 64). Selskapet ble ilagt et overtredelsesgebyr tilsvarende 2 ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på løpende informasjonsplikt og prospektplikt, og 2 ganger årlig kursnoteringsavgift for kortvarig brudd på børsreglenes bestemmelser, herunder varslingsplikten ved utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Det ble særlig lagt vekt på at flere GGS hadde overtrådet flere børsrettslige plikter og at det forelå to tidligere sanksjonssaker mot selskapet for brudd på løpende forpliktelser.

Fast Search and Transfer ASA ble ved børsstyrevedtak 23. april 2008 ilagt overtredelsesgebyr tilsvarende 4 ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på børsreglenes bestemmelser, herunder varslingsplikten ved utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Ved utmålingen la børsen særlig vekt på at overtredelsen av plikten til å melde underhånden gikk over et langt tidsrom på 2 måneder.

Fra praksis etter de gamle reglene nevnes at Vital ASA i 1995 for unnlatelse av å informere markedet eller børsdirektøren underhånden om at et overtagelsestilbud fremstod som en realistisk mulighet, ble ilagt overtredelsesgebyr på 2 ganger noteringsavgiften, se Børsklagenemndens vedtak 2/97.

At overtredelsen ikke gjelder en bestemmelse om informasjon til markedet, kunne isolert sett tilsi en lempelig sanksjon. Men plikten til å melde underhånden har et formål som er viktig for at markedsovervåkingen effektivt skal kunne beskytte markedets integritet når det er risiko for lekkasjer. At kursen har beveget seg i forkant av offentliggjøringen kan delvis tilskrives lekkasje, men trenger ikke gjøre det. Å inngi underhåndenmelding er heller ikke særlig byrdefullt, men er nettopp ment å skulle håndtere balansen mellom selskapets behov for konfidensialitet og risikoen for lekkasjer.

I skjerpende retning er det lagt en viss vekt på at PA Resources i 2005 (Vedtaks og Uttalelser 2005 s.42) ble ilagt et overtredelsesgebyr på 3 ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på informasjonsplikten.

Videre er det vektlagt i formildende retning at det har gått så vidt lang tid mellom overtredelsen og illeggelse av sanksjon. I tillegg har Selskapet bidratt til å opplyse saksforholdet og gitt rettidig informasjon som har gjort børsens undersøkelser enklere. Dette bør da også vektlegges i formildende retning.

Selskapet viser i sitt tilsvarende innstillingen at man burde se hen til den offentlige kritikken gitt til StatoilHydro ASA i 2007 og at de mener at det er egnet sanksjonsform. I vedtaket mot StatoilHydro fremgår det klart at sanksjonsformen ble valgt ettersom det var første sak på underhåndenmelding og at man i fremtiden primært ville sanksjonere med gebyr.

Etter en helhetsvurdering har børsen falt ned på at overtredelsesgebyret settes til 1 årlig kursnoteringsavgift lik 130 000 kroner.

På bakgrunn av ovenstående traff børsen følgende vedtak:

For brudd på plikten til å melde innsideinformasjon underhånden til Oslo Børs etter verdipapirforskriften § 5-1, jf løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3) ilegges PA Resources et overtredelsesgebyr på 1 gang årlig kursnoteringsavgift, dvs. 130 000 kroner, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd og § 15-1, jf. verdipapirforskriften § 13-1.

5. OPPTAK TIL BØRSNOTERING

5.1 Nye selskaper i 2010

Selskaper som har søkt om notering og er vedtatt tatt opp i 2010:

Navn	Marked	Styremøte/ vedtaks dato
IDEX ASA	Oslo Axess	28.01.2010
North Energy ASA	Oslo Axess	28.01.2010
P/F Bakkafrøst	Oslo Børs	26.03.2010
Søltrans Holding ASA	Oslo Børs	25.03.2010
Knutsen Offshore Tankers	Oslo Børs	28.04.2010
Bridge Energy	Oslo Børs	28.04.2010
Panoro Energy ASA (New Brazil Holding ASA)	Oslo Børs	27.05.2010
Avocet Mining PLC	Oslo Børs	27.05.2010
Dannemora Mineral AB	Oslo Axess	27.05.2010
The Scottish Salmon Company Limited	Oslo Axess	27.05.2010
NetConnect ASA	Oslo Axess	27.05.2010
Wilh. Wilhelmsen ASA	Oslo Børs	16.06.2010
Morpol ASA	Oslo Børs	16.06.2010
Storm Real Estate ASA	Oslo Børs	16.06.2010
Saga Tankers ASA	Oslo Axess	16.06.2010
Shine ASA	Oslo Axess	25.08.2010
Statoil Fuel & Retail ASA	Oslo Børs	29.09.2010
CellCura ASA	Oslo Axess	29.09.2010
Gjensidige Forsikring ASA	Oslo Børs	24.11.2010
Seawell Limited	Oslo Børs	24.11.2010

5.2 Opptakspraksis

5.2.1 Due diligence (e-post av 08.02.2010)

Spørsmål:

X ASA har som kjent to større virksomhetsområder, A-virksomheten og B-virksomheten. Begge virksomheter drives i stor grad gjennom separate konsernselskaper og hvor B-virksomheten er organisert i eget under-konsern. Begge virksomheter har hovedkontor i Norge. I forbindelse med mulig separasjon og etterfølgende børsnotering av B-virksomheten, er det behov for å planlegge ressursbruk for eventuell due diligence av B-virksomheten i tilknytning til en opptaksprosess. Dette reiser spørsmål om de foreslåtte dd-rådgivere vurderes som tilfredsstillende i lys av Oslo Børs' praksis.

Finansiell due diligence

Det er forslag om at finansiell due diligence gjennomføres av Transaction Service i P. Revisor i X ASA er revisjonsfirma D. D reviderer således konsernspissen samt konsolideringen i X-konsernet. I tillegg reviderer D de enkelte datterselskaper i A-virksomheten. Når det gjelder B-virksomheten (som vurderes utskilt) er D ansvarlig for konsolideringen, og reviderer konsernspissen, i dette under-konsernet. Basert på dette vil D avgi nødvendige erklæringer i forbindelse med eventuell utskillelse/fisjon. Revisoravdelingen i P reviderer de selskaper som inngår i den svenske delen av B-virksomheten. Denne utgjør noe over 50% av B-virksomheten. Etter det vi forstår vil en finansiell due diligence i denne forbindelse i hovedsak befatte seg med følgende:

1. Gjennomgang av konsernets regnskapsprinsipper og samsvar av disse mot IFRS
2. Gjennomgang av regnskapene for konsernet og diskusjon med selskapets/konsernets revisor for identifikasjon av spesielle poster
3. Gjennomgang av konsernets corporate governance og samsvar mot norsk anbefaling
4. Gjennomgang av konsernets intern kontroll og konsernets evne til å rapportere i henhold til Børsens krav
5. Gjennomgang av konsernets likviditetsbudsjett for perioden etter tidspunkt for notering

I forhold til hovedpunkt 1 til 4 vil P etter det vi forstår i stor grad vi forholde seg til ledelsen og konsernets revisor D. D vil som del av sin revisjon av X-konsernet vurdere rammebetingelsene som ligger til grunn for den finansielle rapportering og systemene konsernet har for å få fram riktig og tidsriktig informasjon samt en vurdering av regnskapsprinsippene i forhold til IFRS.

I forhold til hovedpunkt 5 vil dette i sin helhet være basert på fremtidsinformasjon utarbeidet av ledelsen.

I følge P vil deres DD-team være uavhengig i forhold til det informasjonsgrunnlag som er grunnlaget for aktivitetene beskrevet ovenfor og også i forhold til de som er involvert i revisjon av datterselskap i B-virksomheten.

Det er hensiktsmessig å bruke P i denne sammenhengen. De nyter tillit og har bistått tilretteleggere med finansiell gjennomgang i forbindelse med de tidligere emisjoner i X ASA.

Juridisk due diligence

Thommessen er X-konsernets faste norske advokatforbindelse. Det er som nevnt forslag om at juridisk due diligence håndteres av advokatfirma Schjødt som ikke har noen tilknytning til X-konsernet. Deres arbeid vil således innebære overordnet koordinering, gjennomgang av selve transaksjonen (mulig fisjon), gjennomgang av låneavtaler samt gjennomgang av den norske delen av B-virksomheten i tillegg til den legale delen av "egnethetsvurderingen" forøvrig.

I forbindelse med Schjødt's due diligence er det ønskelig å benytte som underleverandører advokatforbindelser som tidligere har utført/fra tid til annen utfører tjenester til X-konsernet, Vinge (i Sverige), Waselius & Wist (i Finland) og Kroman Reumert (i Danmark). Due diligence-gjennomgangen i disse jurisdiksjonene antas i stor grad å innebære gjennomgang av kontrakter. De virksomhetstypiske kontraktene er i betydelig grad standard type kontrakter for slik virksomhet, hvor ledelsen i B-virksomheten i stor grad (re)forhandler slike selv uten advokatbistand. Kontraksstrukturen er videre preget av mange og lange kontrakter og disse firmaene vil også av den grunn i liten grad ha vært involvert i utarbeidelsene av kontraktene som rådgivere for X. Det antas at underleverandørenes oppgave i børsnoteringssammenheng i det vesentlige blir å gjengi hovedbetingelsene i kontraktene.

Det er hensiktsmessig å bruke nevnte underleverandører og vi håper Oslo Børs finner det akseptabelt.

Ta gjerne kontakt om dere ønsker å diskutere dette eller om dere har spørsmål til dette.

Vi ville satt pris på rask tilbakemelding.

Svar:

Vedrørende finansiell due diligence:

Børsen har det generelle syn at due diligence bør utføres av en uavhengig part og at et selskaps valgte revisor ikke kan anses uavhengig i denne sammenheng. Det antas at det i forbindelse med en eventuell utskillelse og notering av B-virksomheten er denne virksomheten som er gjenstand for DD. Basert på det beskrevne er det børsens forståelse at "P", som er tiltenkt å utføre DD oppdraget, allerede har vesentlige klient-/kundeforhold med B-virksomheten i X ASA ved at Revisoravdelingen i "P" er revisor for i overkant av 50 % av virksomheten, og det vil følgelig kunne reises spørsmål ved om hensynet til uavhengighet i tilstrekkelig grad er ivarettatt. Vi er inneforstått med at det er Transaction Services i "P" som er tiltenkt å gjennomføre DD mens det er Revisoravdelingen i "P" som er revisor. Børsen har ikke foretatt noen vurdering av de rutiner og prosedyrer som foreligger internt i "P" for å ivareta hensyn til uavhengighet mellom Transaction Services og Revisoravdelingen. Det anses imidlertid ikke åpenbart at organisering i separate avdelinger eller enheter innen ett og samme revisorselskap/konsern nødvendigvis medfører at den tilstrekkelige uavhengighet ivaretas.

I den grad den skisserte organisering av finansiell DD er innenfor hva tilrettelegger aksepterer og anser å være i samsvar med markedspraksis, finner ikke Oslo Børs å kunne nekte den foreslåtte gjennomføring. Generelt vil imidlertid børsen anbefale at DD gjennomføres av parter hvor det ikke foreligger tvil om hensynet til uavhengighet i tilstrekkelig grad er ivarettatt.

Vedrørende juridisk due diligence:

Det vises til telefonsamtale og e-post hvor det bes om børsens syn på bruk av

underleverandører til juridisk due diligence gjennomgang av utenlandske datterselskaper til et selskap i noteringsprosess. Konkret er spørsmålet om denne underleveransen kan utføres av advokatfirmaer som har utført/fra tid til annen utfører tjenester til de respektive datterselskapene. Etter det opplyste antas gjenstanden for due diligence gjennomgangen i stor grad gjelde standard type kontrakter for slik virksomhet, hvor ledelsen i virksomheten i stor grad (re)forhandler slike selv, de aktuelle advokatfirmaene har i liten grad ha vært involvert i utarbeidelsene av kontraktene som rådgivere og videre at underleverandørenes oppgave i børsnoteringsammenheng i det vesentlige blir å gjengi hovedbetingelsene i kontraktene.

Som nevnt i telefonsamtalen er Oslo Børs skeptiske til at det gjøres due diligence på eget arbeid, i hvert fall hvis det vil omfatte forhold som kan ha betydning for selskapet og som innebærer noe mer enn avsjekk av rent objektive konstaterbare forhold. Børsen antar at nevnte forhold kan tilsi at bruk av slike advokatfirmaer er akseptabelt, forutsatt at den er i samsvar med akseptert markedspraksis, men finner at den endelige vurderingen må foretas av oppdragsgiver (tilrettelegger). I gjennomgangen for børsen bør det også opplyses konkret hva det aktuelle firmaet selv har vært involvert i løpende (fra tid til annen) og hvem som har utført due diligence gjennomgangen av disse forhold.

5.2.2 Wilh.Wilhelmsen-konsernet – Reorganisering (e-post av 30.03.2010)

Løpende forpliktelser pkt 12.2 omhandler fisjon av børsnoterte selskaper, og lyder: "Dersom selskapet deltar i fisjon, gjelder pkt. 12.1 tilsvarende for det overdragende selskapet. For det eller de overtagende selskaper gjelder opptaksreglene så langt de passer. Børsen har tidligere lagt til grunn at trekantfusjoner etter asal. § 13-2 (2) er å anse som "fusjon" etter børsens løpende forpliktelser pkt.12. I Adresseavisa/Polaris Media ble det videre akseptert at børsens løpende forpliktelser pkt. 12 kom til anvendelse for det overdragende selskapet hvor transaksjonen i stedet for en "ren" trekantfusjon ble gjort ved at Adresseavisen ASA gjennomgikk en (trekant)fisjonsfusjon og hvor selskapets virksomhet ble delt, og hvor hver del ble fusjonert med datterselskaper i Polaris Media med oppgjør i aksjer i sistnevnte selskap. Deretter ble Adresseavisen oppløst ved fisjonen, jf. asal. § 14-8 (3).

Slik vi forstår den planlagte transaksjonsstrukturen avviker den ikke vesentlig fra strukturen benyttet i Adresseavisa/Polaris Media. WW Holding vil dirkete videreføre WWIs funksjoner og virksomhet i det nyetablerte selskapet og med identisk aksjonærsammensetning, styre og ledelse som tidligere. WW Holding vill også ha nøyaktig de samme eiendeler og forpliktesler som WWI hadde før restruktureringen. Basert på dette, er vi av den oppfatning at det ikke er grunn til å behandle transaksjonen annerledes enn Adresseavisa/Polaris Media-restruktureringen. I henhold til dette skal det sendes børsen en redegjørelse for om det fusjonerte selskapet etter fusjonen fortsatt oppfyller vilkårene for notering, jfr. løpende forpliktelser pkt. 12.1 (1). I den grad det imidlertid er skjedd mer vesentlige endringer knyttet til selskapets oppfyllelse av opptaksvilkårene, gjør vi for ordens skyld oppmerksom på at vi kan be om at det utarbeides en full børssøknad på et senere tidspunkt (i løpet av 15 dagersperioden), jfr. løpende forpliktelser pkt. 12.1 (3).

Når det gjelder WW ASA kan vi ikke se annet enn at selskapet må gjennom en alminnelig opptaksprosess for notering.

5.2.3 New Brazil Holding ASA - søknad om notering (e-post av 16.04.2010)

Vi viser til diverse korrespondanse samt due diligence rapport fra Schjødt datert 15. april 2010.

Innledningsvis gjentas at børsen anser Opptaksreglene pkt. 2.6 (3) første punktum, om

at fusjoner skal være gjennomført, for å komme til anvendelse. Børsen finner imidlertid å kunne gjøre unntak etter annet punktum på betingelse av at selskapet også sannsynliggjør tilstrekkelig likviditet på 12 måneders basis dersom fusjonen gjennomføres.

Oslo Børs har gjennomgått due diligence rapport fra Schjødt datert 15. april 2010. Etter vår vurdering gir ikke rapporten fra Schjødt tilstrekkelig avklaring i forhold til om det er usikkerhet knyttet til selskapets lånefinansiering. Dersom noteringssøknaden fra New Brazil skal behandles i børsstyret i april, er det en absolutt forutsetning at usikkerheter knyttet til selskapets lånefinansiering er tilfredsstillende avklart.

Vi ber der for om at vi mottar en legal opinion hvor det uten forbehold bekreftes at alle avtaler og samtykker knyttet til fusjonen for nye og eksisterende lån i det nye konsernet New Brazil Holding ASA (slik konsernet vil fremstå etter fusjon med Pan) er innhentet. Dersom det fortsatt er brudd på covenants ber vi om at det i legal opinion inntas bekreftelse på at det er innhentet waiver fra banken på relevante covenants.

Det er en absolutt forutsetning at legal opinion er forelagt Oslo Børs innen utgangen av 23. april 2010.

5.2.4 Gjensidige – "If issued/if sold" notering (e-post av 29.11.2010)

Som diskutert pr telefon forrige uke kan børsen ikke akseptere en løsning hvor det kan foreligge usikkerhet mht oppgjøret etter kvelden T+2 selv om risikoen er liten. På dette tidspunktet er transaksjonen kommet til point of no return og noen betingelser eller muligheter for bankene til å trekke seg etter dette er ikke akseptabelt eller i tråd børsens regelverk. Fullstendig sikkerhet for oppgjør må således foreligge etter forannevnte tidspunkt. Trolig vil det heller ikke være akseptabelt for VPS eller Oslo Clearing med annet enn ubetinget oppgjørssikkerhet etter T+2.

Videre kan vi heller ikke se at transaksjonen er innenfor opptaksreglene pkt. 2.5.2 i noteringsperioden og frem til kvelden T+2.

6. STRYKNING/SUSPENSJON

6.1 Selskaper som er strøket fra notering i 2010

Navn	Styremøte/ vedtaks dato
Petromena ASA	04.01.2010
Seajacks International Ltd.	15.01.2010
Telecomputing ASA	03.02.2010
PetroJack ASA	26.03.2010
Odim ASA	20.04.2010
Tandberg ASA	28.04.2010
Simrad Optronics	15.07.2010
Lighthouse Caledonia ASA	16.07.2010
Unison Forsikring ASA	18.08.2010
Global IP Solutions (GIPS) Holding AB	24.08.2010
Nordic Health	27.08.2010
Hjellegjerde ASA	08.11.2010
Scorpion Offshore Ltd.	15.11.2010
Marine Farms ASA	23.11.2010
Bjørge ASA	13.12.2010
Prosafe Production	22.12.2010
PA Resources	23.12.2010

6.2 Strykningssaker

6.2.1 De-listing etter tilbud – svensk selskap (e-post av 11.05.2010)

Reference is made to your e-mail dated 14 April 2010.

We apologize for the late response and hope this not have made problems for the transaction.

Your letter concern a query regarding delisting following a potential voluntary offer to acquire all the outstanding shares of a Swedish company (AB) ("Target") listed on Oslo Børs. The query is based on the assumption that the offeror will receive acceptance to acquire more than 90% of the shares and votes in the Target.

More specifically you ask for Oslo Børs' comment on the view that the Target should be de-listed upon the Target's request following the successful completion of the voluntary offer, i.e. acquisition of more than 90% of the shares and votes and upon an announcement that a squeeze out procedure will be initiated according to Swedish law. According to your query a squeeze out under Swedish law is time consuming and title to the shares will typically be transferred to the offeror within 6-9 months after the squeeze out proceedings have been initiated.

According to Section 25 of the Exchange Act Oslo Børs may only delist a financial instrument if it no longer satisfies the Exchange's conditions for listing or if there are other special grounds justifying delisting. However, the Exchange may not delist a financial if such step would be likely to cause significant damage to the investors or the market's tasks and functions.

Delisting may be initiated by Oslo Børs. Alternatively, Oslo Børs may delist upon an application from the issuer of the financial instrument if Oslo Børs finds that the conditions in Section 25 are satisfied. In such cases it is a condition that the general meeting has voted in favor of a delisting with a 2/3 majority, cf Section 15.1 (4) of the Continuing Obligations. This applies also to the Target.

If the offeror acquire above 90% of the shares and votes in the Target, the company may apply to be delisted according to Section 25 of the Exchange Act and Section 15.1 (4) of the Continuing Obligations. The Exchange will normally accept delisting when the offeror has legal title to all of the shares, and the minority shareholders in fact only is entitled to a money claim. However, if the offeror after completion of an offer has more or less total control in the company, the shares will normally not be suitable for listing. In such circumstances will it not be feasible to wait until a longer squeeze out period has been executed, especially if it only appears as an formality without any impact on the underlying situation.

The above is also in accordance with the decision when Oslo Børs approved delisting of IGE Nordic AB. The offeror had acquired approximately 98% of the shares in IGE Nordic AB, and Oslo Børs considered the company unsuitable for listing even though a squeeze out not had been carried out, and hence delisted the company.

7. LØPENDE UTSTEDERREGLER

7.1 Uttalelser

7.1.1 Utgangspunkt for frist til å offentliggjøre informasjonsdokument (e-post av 03.02.2010)

Your questions is when the start-up date for calculating the 20 trading day period for publication of an information document in a contemplated transaction involving a Norwegian listed company ("Corsica") and a US listed company ("Target").

The transaction structure is a so-called "cash merger" pursuant to which Corsica will acquire all of the outstanding shares of Target for a per share price payable to Target's stockholders in cash. The transaction structure will, inter alia, involve the following:

- Corsica incorporates a new, wholly-owned U.S. subsidiary company – NewSub.
- Corsica, NewSub and Target will enter into a merger agreement, whereby NewSub will merge with and into Target and Target will be the surviving entity.
- Target will prepare a proxy statement setting out, inter alia, the terms and conditions of the proposed transaction. The proxy statement will be filed with SEC and will be subject to a SEC comment process, which is likely to take several weeks. At some point following clearance of all SEC comments, the proxy statement will be mailed to the shareholders of Target.
- The completion of the transaction requires approval by the shareholders of the Target at the general meeting called pursuant to the proxy statement. The proposal must be supported by holders of shares representing at least a majority of the outstanding shares in Target. The process in the U.S. of completing a cash merger normally takes approximately 100 days from the signing of the merger agreement.
- The consideration to be paid to the shareholders in Target will solely consist of cash.
- Corsica will, prior to completion of the transaction, complete a rights issue in order to partly fund the cash consideration. An EEA prospectus will be prepared and published by Corsica prior to the commencement of the subscription period in the rights issue.
- Upon completion of the transaction (1) the shareholders of the Target will be entitled to receive the per share cash price in exchange for the cancellation of their shares in Target (100% cash exit), (2) Target and NewSub will be merged and each share in NewSub will be converted to one new share in Target, and (3) Corsica will be the sole shareholder of the Target.
- The transaction as such does not require shareholders approval in Corsica
- Completion of the transaction will, inter alia, be subject to Corsica stockholder approval to conduct the rights issue necessary to obtain the financing for the cash consideration
- It is contemplated that the merger agreement will contain conditions which under certain circumstances will allow Target to terminate the merger agreement, e.g. a superior offer mechanism.

Oslo Børs' assessment:

According to section 3.5.4 in the Oslo Børs' continuing obligations "the information document shall be published as soon as possible after the agreement has been entered into, and in any case no later than before the start of stock exchange trading on the 20th trading day after this day".

Further, the second and third paragraphs of section 3.4.3 of the continuing obligations, which apply similarly for the information document, stipulate: "In case of a merger or

demerger, the agreement is deemed to be entered into at the time the merger plan/demerger plan is signed by the boards of directors of the companies involved in the merger/demerger. In the case of a public offer to acquire all the shares or other ownership interests in another business, the agreement is deemed to be entered into at the time the conditions of the offer are satisfied or waived. Oslo Børs may in special circumstances agree to an extension of the deadline for the publication of some or all of the required information."

The purpose of the information document regime is to provide the investors with necessary information on major events. The information should therefore be available at the earliest stage in the transaction process, however due account must also be taken to uncertainty as to whether the transaction will be carried out.

Section 3.4.3 second subsection specifies at what time an agreement is deemed entered into in two types of transactions, mergers and public offers. The distinction between mergers and public offers is drawn based on the probable outcome of such transactions. The outcome of a merger agreement is normally regarded as clearly more certain than a public offer, whereby the level of acceptances may vary depending on the circumstances and thus the completions of the offer is more uncertain.

Section 3.4.3 second does not describe other alternatives than mergers and public offers. Thus the interpretation and application of the rules must be based on the characteristics of the transaction in question, taking due account of the purpose of the rules. Even though the contemplated transactions is not a merger in its traditional sense, it has several common characteristics of a merger. Oslo Børs refers to that the merger agreement is entered into between the two companies, to be approved by the shareholders of Target only with simple majority of the outstanding shares in Target. The fact that the compensation is solely in cash cannot be relevant in relation to the information document rules. On the other hand, the conditions on financing and that certain circumstances will allow Target to terminate the merger agreement, e.g. a superior offer mechanism, does make the outcome less certain. However, in two-party agreements satisfaction of such conditions seldom cause real uncertainty as to whether the transactions will be completed.

Based on this, Oslo Børs is of the opinion that in relation to Continuing Obligation sections 3.4.3 the agreement is deemed entered into at the time of signing of the merger agreement by the board of directors of the companies.

With regards to the request for extension of the deadline for publication of the information document until the EEA-prospectus for the rights issue is published, Oslo Børs refers to that section 3.4.3 third subsection which states that extension may only be made in "special circumstances". Furthermore, the commentary under section 3.5.4 states that "Oslo Børs will take a strict approach to approving such extensions, but will give consideration to applications in cases such as those where the production of pro forma information, including the auditor's report, cannot be completed within the stipulated deadline." Oslo Børs refers to that the reason for Corsica not being able to commence the rights issue (prepare the EEA/rights issue prospectus) within 20 business days from signing the merger agreement is due to the decisions making process in the major shareholder of Corsica. Oslo Børs is of the opinion that this does not constitute a special circumstance qualifying for extension of the deadline and thus the request will not be met.

Although it is not mentioned in your email, Oslo Børs has made the assumption that the extension requested exceeds a few days.

7.1.2 Utgangspunkt for frist til å offentliggjøre informasjonsdokument (e-post av 24.08.2010)

Viser til telefonsamtale vedrørende inngåelse av "preliminary agreement" mellom Oslo Properties AS, et datterselskap av Norwegian Property ASA, og Pandox AB/Eiendomsspar AS/Sundt AS om salg av aksjer i Norgani Hotels AS offentliggjort ved melding før børsåpning i dag. Transaksjonen utløser en plikt til å utarbeide et informasjonsdokument i samsvar med pkt 3.5 i løpende forpliktelser. I henhold til løpende forpliktelser pkt 3.5.4 fremgår det at slikt informasjonsdokument skal offentliggjøres så snart som mulig etter at avtale er inngått, og senest innen børsåpning den 20. børsdag etter dette tidspunkt. Videre fremgår det i kommentaren til nevnte punkt:

"For topartsavtaler vil alminnelige avtalerettslige prinsipper være avgjørende for når en avtale må anses inngått. Dette innebærer at fristen som hovedregel begynner å løpe på det tidspunkt avtalen signeres, selv om ikke alle forhold er oppfylt eller frafalt. Inneholder avtalen særskilte betingelser som medfører usikkerhet knyttet til om avtalen vil bli gjennomført (ikke bare på hvilke vilkår) kan børsen etter anmodning fra selskapet samtykke i at fristen skal starte å løpe når den/de aktuelle betingelser er oppfylt eller frafalt, eller det fremstår som overveiende sannsynlig at betingelsen(e) vil bli oppfylt eller frafalt.

Hvorvidt en avtale er benevnt "intensjonsavtale" eller lignende er ikke avgjørende for vurderingen. Spørsmålet er om inngåelsen av den aktuelle avtale medfører en binding mellom partene som angitt over".

Børsen kan ikke gjøre en konkret vurdering knyttet til den avtale som er omtalt i børsmeldingen av i dag da vi ikke har nærmere innsikt i innholdet av denne avtalen og omstendighetene rundt avtaleinngåelsen utover den beskrivelsen som fremkommer i børsmeldingen. På generelt grunnlag er det børsens vurdering at dersom en forutgående avtale i form av term sheet mv. (herunder "preliminary agreement" som omtalt i børsmeldingen) innebærer at partene er bundet mht. gjennomføring av transaksjonen i den grad konkrete betingelser blir oppfylt eller frafalt, så vil fristens utgangspunkt være signering av denne avtalen. Motsatt konklusjon vil kunne følge dersom en slik forutgående avtale inneholder exit-mulighet for partene uavhengig av nærmere fastlagte betingelser.

I den grad signering av "preliminary agreement" som omtalt i børsmeldingen av i dag må anses å utgjøre en bindende avtale som angitt over, kan selskapet sende børsen en skriftlig anmodning om samtykke til at fristen starter å løpe når den/de aktuelle betingelser er oppfylt eller frafalt, eller det fremstår som sannsynlig at de vil bli det. Normalt har børsen lagt en forholdsvis streng praksis til grunn ved slike anmodninger.

7.1.3 Noteringer av nye aksjer – kanadisk selskap (e-post av 08.02.2010)

Et kanadisk selskap planlegger å gjennomføre en emisjon som består i en transje mot Norge, og en transje i Canada. Samlet er kapitalforhøyelsen på over 10 %. Den norske transjen – som er på noe under 10 % - vil bli notert straks, men på separat ISIN i fire måneder i påvente av utløpet av en canadisk blocking-periode. Den canadiske transjen ønskes notert kun i Canada i påvente av godkjenning av prospekt etter de norske regler.

Det er lagt opp til å utarbeide og godkjenne prospektet raskt, så spørsmålet om noterte selskapers plikt etter børsreglene til å sørge for notering av aksjer så snart som mulig antas ikke å komme på spissen.

Saken reiser bl.a. følgende to problemstillinger:

Kan aksjene i den norske transjen noteres på separat ISIN i Norge i fire måneder?

Det første spørsmålet er om det kan tas opp aksjer til notering i Norge som etter canadiske regler ikke kan omsettes inn i Canada før etter utløpet av en firmeånedersperiode. Aksjene vil i tilfelle måtte settes på eget ISIN.

Opptak til notering av en ny aksjeklasse betinger at vilkårene for opptak er oppfylt for denne klassen isolert sett, jf. opptaksreglene pkt. 2.4.3 annet ledd. I et tilfelle som beskrevet vil spredningskravene neppe være oppfylt. Børsen kan etter opptaksreglene pkt. 3.1 femte ledd gjøre unntak fra de prosessuelle fremgangsmåter, men ikke de materielle krav. Vi har tidligere i år lagt til grunn at opptaksreglenes bestemmelse omfatter også notering av en aksjeklasse som er ment å være midlertidig. (Den aktuelle sak gjaldt nyutstedelse av aksjer med lavere pålydende i påvente av registrering av nedsatt pålydende i den allerede noterte aksjeklasse).

Notering av aksjer på separat ISIN i påvente av at en firemånedersperiode som nevnt løper ut, har likevel vært akseptert uten videre. Begrunnelsen for dette må vel være at en atskillelse som beskrevet ikke er tilstrekkelig til å gjøre aksjene til en egen aksjeklasse, og at man dermed faller utenfor opptaksreglene pkt. 2.4.3. Reelt sett synes det heller ikke å være noen risiko for at denne atskillelsen blir permanent.

Kan aksjer noteres i Canada i påvente av godkjenning av prospekt?

Det generelle utgangspunktet er at hele aksjekapitalen anses notert her, og at man ved vurderingen av 10 %-grensen må se hen til alle aksjene. Hensynet bak dette er at det ikke finnes sperringer for overføring av aksjer mellom Canada og Norge, gitt at aksjene er innført på det noterte ISIN.

Men hva dersom aksjene sperres mot omsetning i Norge (overføring til VPS). Slik vi forstår det, er det ikke teknisk mulig å etablere en slik sperring på den enkelte konto dersom aksjene innføres på det noterte ISIN. Men man har (i hvert fall) to andre mulige løsninger:

- (i) Innføre aksjene på separat ISIN i det canadiske register og ta dette ISIN opp til notering som en slags "midlertidig aksjeklasse" i påvente av prospekt (i den grad dette aksepteres av den canadiske børsen).
- (ii) Innføre aksjene på det noterte ISIN, men på en meglers konto. Megler må forplikte seg overfor selskapet til ikke å overføre aksjene til andre før prospektet er offentliggjort.

Vår holdning er at begge fremgangsmåter er ok.

7.1.4 REC - omsetningsperiode tegningsretter (brev av 23.04.2010)

Vi viser til brev datert 16. april, oppfølgende e-post 22. april og telefonsamtaler vedrørende fortrinnsrettsemisjonen i Renewable Energy Corporation ASA ("REC" eller selskapet).

Selskapet har opplyst at tegningsperioden i den planlagte fortrinnsrettsemisjonen vil være på 15 dager (fra torsdag 6. mai til torsdag 20. mai), mens omsetningsperioden for fortrinnsrettene vil være 9 kalenderdager, hvorav 6 er handelsdager (fra torsdag 6. mai til fredag 14. mai, hvorav børsen er stengt 13. mai). Videre, som følge av at børsen også er stengt mandag 17. mai vil altså omsetningsperioden for fortrinnsrettene avsluttes 6 kalenderdager, men 3 handelsdager, før utløpet av tegningsperioden. Med et slikt opplegg vil aksjene, etter det opplyste, tidligst kunne utstedes mandag 31. mai, som er 11 kalenderdager, men 6 handelsdager etter tegningsfristens utløp, da børsen er stengt

mandag 24. mai pga. pinsen.

Bakgrunnen for å avslutte omsetningsperioden for fortrinnsrettene er etter det opplyste at REC, av hensyn til de fremforhandlede vilkårene med bankene om refinansiering av fremmedkapital på NOK 10 milliarder, er avhengige av at kapitalforhøyelsen er registrert i Foretaksregisteret senest 31. mai 2010.

Dersom fortrinnsrettene skal kunne handles i hele tegningsperioden vil det – slik vi forstår det – ta tre handelsdager fra avslutningen av tegningsperioden før tildeling kan gjennomføres, og ovennevnte tidsplan for betaling og utstedelse vil således bli forskjøvet med tre handelsdager. Som følge av prospektgodkjennelsen og tidspunkt for generalforsamlingen som skal vedta fortrinnsrettsemisjon 29. april, samt praktiske årsaker ved trykking og utsendelse av prospektet til et meget stort antall aksjonærer, herunder urimelige høye trykkekostnader skulle trykking ha foregått i løpet av helgedagen, vil det heller ikke være praktisk mulig å igangsette tegnings- og omsetningsperioden for fortrinnsrettsemisjonen før 6. mai. Det er videre opplyst at det vil fremgå klart av prospektet at handleperioden for tegningsrettene vil avvike fra tegningsperioden. Tilsvarende vil fremgå av børsmeldinger som vil sendes i forbindelse med transaksjonen, herunder ved tegningsperiodens start og særskilt melding siste dag i handleperioden. Det vil også bli utarbeidet særskilt retail informasjonsbrosjyre der forholdet vil bli presisert.

Det fremkommer av Opptaksreglene pkt. 8.2 første ledd at fortrinnsretter til tegning av aksjer skal tas opp til børsnotering med mindre børsen finner at de ikke er egnet for dette. Børsen fastsetter i hvilken tidsperiode tegningsrettene skal være gjenstand for børsnotering, jf. Opptaksreglene pkt. 8.3 tredje ledd.

Oslo Børs påpeker at det vil kunne ha stor verdi for innehaverne av fortrinnsretter å kunne omsette disse gjennom hele tegningsperioden, jf. eksempelvis i forbindelse med store kursbevegelser i aksjen mot slutten av perioden. Børsen har således i tidligere saker lagt til grunn at hensynet til at en investor skal kunne handle fortrinnsrettene i hele tegningsperioden er et tungtveiende moment i vurderingen av hvor lenge fortrinnsrettene skal være notert, og må veies mot hensynet til å få gjennomført oppgjør noen dager raskere. Etter de konkrete omstendigheter har børsen imidlertid tillatt at børsnotering av fortrinnsretter opphører noen dager før tegningsperioden avsluttes, jf. eksempelvis fortrinnsrettsemisjonen i DnBNOR desember 2009. Relevante argumenter i så måte er at en slik fremgangsmåte er vanlig i annet marked der selskapets aksjer er notering, og investorenes behov for rask tilgang til tegnede aksjer.

I den foreliggende sak er det vist til avtale om refinansiering av selskapets gjeld av meget betydelig størrelse og som forutsetter at en aksjemisjon gjennomføres og at nye aksjer utstedes innen en frist. En forskyving av oppgjørsperioden med tre handelsdager i forhold til den skisserte tidsplan vil innebære at aksjene ikke kan utstedes innen fristen. Det må antas å være i samtlige aksjonærers interesse at aksjene utstedes innen fristen. Selv om børsen helst hadde sett at selskapet hadde tatt høyde for tidsløpet i forhandlingene om refinansieringen av gjelden, er børsen etter en samlet vurdering av de fremlagte opplysningene kommet til at omsetningsperioden for fortrinnsrettene i den aktuelle fortrinnsrettsemisjonen i REC kan avsluttes tre handelsdager før tegningsperiodens utløp, dvs. 14. mai.

7.2 Informasjonsplikt

7.2.1 Bergen Group ASA – kansellering av kontrakt (brev av 27.04.2010)

For faktum i saken vises det til korrespondanse samt møte om forholdet den 1. mars 2010.

Oslo Børs har vurdert forholdet i relasjon til Bergen Group ASAs (selskapet) forpliktelser ved eventuell informasjonsplikt til markedet ved inngåelse av kontrakten i mai 2009 samt kansellering av den samme i oktober 2009. jfr. vphl. kapittel 5 flg. samt løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper kapittel 3.

Etter en totalvurdering finner Oslo Børs grunn til å kritisere selskapets informasjonspliktshåndtering i forbindelse med inngåelse og kansellering av kontrakten i mai og oktober 2009.

Børsen legger til grunn at det forelå innsideopplysninger i selskapet om inngåelse av kontrakten om kvelden den 28. mai eller senest om morgenen 29. mai 2009 når forhandlinger rundt kontrakten var i sin avsluttende fase. Børsen antar det kan ha vært legitime grunner for utsatt offentliggjøring, men selskapet har ikke varslet børsen underhånden om avtaleinngåelsen. Aksjen steg umiddelbart 42,7 % på børsmeldingen fra selskapet av 1.juni 2009 med tittelen "BERGEN GROUP - KONTRAKT PÅ NOK 2.7 MILLIARDER FOR VERDENSLEDENDE SUPERTRÅLERE".

Undertiden har børsen forstått at det har vært økende usikkerhet i forhold til finansieringen av kontrakten og markedet blir meddelt at kontrakten er terminert den 7. oktober 2009. Aksjen faller 7,5 % på børsmeldingen fra selskapet med tittelen "Kontraktoppdateringer fra Bergen Group Shipbuilding".

Børsen legger også til grunn at kunnskap om fristen for finansiering for bygging av trålerne som utløp 30. september 2009 også utgjorde innsideinformasjon, selv om det på det tidspunktet ikke var en endelig avklaring om kontrakten. Børsen mener at det også i denne situasjonen var grunnlag for utsatt offentliggjøring.

Børsen mener at finansieringsforbeholdet rundt kontrakten ikke kommer klart nok frem i børsmeldingen 1. juni. Etter børsens vurdering ville en presisering gitt markedet bedre informasjon om fristen den 30. september 2009.

Børsen minner om at det er tilstrekkelig at det med rimelig grunn kan forventes at en omstendighet vil inntreffe for at det kan sies å foreligge innsideinformasjon i lovens forstand, eller i trinnvise prosesser der hvert enkelt trinn kan være innsideinformasjon i seg selv.

Det er viktig at plikten til underhånden melding overholdes. Kunnskap om denne type forhold har regelmessig stort kurspåvirkningspotensial og er avgjørende for en effektiv markedsovervåking av papiret og setter børsens kontroll organer i stand til bedre å forstå hendelser i kursutviklingen. jfr. løpende forpliktelser 3.1.2 (3)

I kommunikasjonen med selskapet har det vært noe tvil om selskapets rutiner i forbindelse med løpende forpliktelser. Børsen legger til grunn at rutinene for dette nå er revitalisert.

Ad Hoc innsidelisten som har vært ført siden 25.mai 2009 har mangler, jfr. vphl. §3-5. Dette forholdet er rutinemessig oversendt Finanstilsynet.

Saken er med dette avsluttet hos oss.

7.2.2 SAS Group AB – Informasjonshåndtering av fortrinnsrettsemisjon (brev av 20.05.2010)

For faktum i saken vises til tidligere korrespondanse. Børsen vil i dette brev bare gjengi enkelte, særlige relevante forhold.

Oslo Børs har vurdert SAS Group ABs ("SAS") informasjonshåndtering i prosessen rundt den fortrinnsrettede emisjonen som ble annonsert 9. februar 2010. Etter en totalvurdering finner Oslo Børs grunn til å kritisere selskapet for ikke å ha informert Børsen på et tidligere tidspunkt enn i telefonsamtale morgenen den 8. februar, samt i epost om kvelden 7. februar.

I brev datert 25. februar fra SAS anføres det at det ikke forelå definitivt innsideinformasjon før den 8. februar 2010, fordi de 4 største aksjonærene til SAS ikke hadde besluttet å delta i emisjonen. Videre anføres det at det forelå innsideinformasjon fra starten av prosessen i september/november, og at det av den grunn ble ført innsidelister.

Det er ikke et krav ifølge verdipapirhandelloven at opplysninger er definitive for at det skal regnes som innsideinformasjon. I henhold til vphl § 3-2 (2), som omhandler kravet til presisjon på innsideinformasjonen, er det nok at en eller flere begivenheter, med rimelig grunn, kan ventes å ville inntreffe. Videre vil innsideinformasjon også kunne oppstå i trinnvise prosesser og at hvert trinn da kan utgjøre innsideinformasjon i seg selv. Det er grunn til å tro at personer tilknyttet selskapet og eventuelt dets rådgivere hadde, på et tidligere tidspunkt enn 8. februar, rimelig grunn til å tro at en emisjon ville gjennomføres ettersom selskapet hadde et kapitalbehov. Børsen skulle derfor ha vært informert tidligere, jf. Løpende forpliktelser 3.1.1 og 3.1.2. På hvilket tidspunkt børsen burde vært informert er ut fra sakens opplysninger vanskelig å anslå eksakt. Børsen er imidlertid av den oppfatning at innsideinformasjon senest oppstod på det tidspunkt selskapet valgte å gå til sine største eiere for å vurdere muligheten for innhenting av kapital. Fra dette tidspunktet mener børsen at selskapet har kommet så vidt langt i prosessen at børsen burde vært varslet underhånden. I denne vurderingen legges det til grunn at selskapet hadde et kapitalbehov og at det behovet var innsideinformasjon i seg selv.

Det er viktig at plikten til underhånden melding overholdes. Informasjon av denne type har regelmessig stor kurspåvirkningspotensial. I dette tilfellet falt kursen 24,5% mellom siste handel den 8. februar og første handel 9. februar. Det er derfor avgjørende for børsens kontrollorganer å være informert for å sikre en best mulig overvåking av markedet.

Børsen legger til grunn at oppslaget i VG den 6. februar skyldes en lekkasje. Vi har notert oss at det på de oversendte innsidelistene finnes rundt 460 forskjellige personer. Det er naturlig å tro at det er en sammenheng mellom antall personer med innsideinformasjon og faren for lekkasje.

Selv om børsen er av den oppfatning at innsideinformasjon forelå på det tidspunktet selskapet varslet sine største aksjonærer, er det legitime grunner til å utsette offentliggjoringen av informasjon ihht. verdipapirhandelloven § 5-3, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.2. Denne muligheten opphørte imidlertid når artikkelen i VG kom på trykk 6. februar. Da burde det som et minimum vært offentliggjort en melding som beskrev hvor langt selskapet var kommet i prosessen selv om styrevedtaket gjenstod.

Oslo Børs finner grunn til å minne om at de nordiske børsene SAS er notert på kan ha ulike regler om informasjonsplikt. SAS, som er sekundærnotert på Oslo Børs med Norge som vertstat, må følge alle relevante lover og regler for børsnoterte selskaper med de unntak som spesifikt er nevnt for selskaper med Norge som vertstat og for sekundærnoterte selskaper. SAS er tidligere kritisert for brudd på manglende underhåndenmelding. Eventuelle fremtidige brudd vil kunne bli gjenstand for en annen og strengere sanksjon.

Saken er med dette avsluttet hos oss.

7.2.3 Informasjonsplikt i forbindelse med obligasjonslån (brev av 16.08.2010)

Det vises til tidligere korrespondanse i saken. Sakens faktum fremgår av tidligere korrespondanse, og børsen vil her bare gjengi enkelte, særlig relevante forhold.

Oslo Børs er av den oppfatning at forholdet rundt obligasjonslånet på MNOK 17 er av vesentlig betydning for selskapet. Det er også gjengitt i Q2 rapporten til NattoPharma (NP) at:

"Den største usikkerheten i 2009 har til nå vært knyttet opp til refinansiering av obligasjonslånet samt i hvilken takt Danisco vil effektuere ordrer for vitamin K2."

Dette underbygger at refinansieringen har vært et usikkerhetsmoment som kan ha påvirket prisingen av selskapet. På den bakgrunn finner børsen det kritikkverdig at NP ikke har informert om refinansieringen i en separat børsmelding når dette var klart 9. juli 2009 men venter til kvartalsrapporten 25. august 2009. I rapporten fremgår det ikke at en av betingelsene fra långiver er positiv egenkapital 31. desember 2009. Når selskapet blir klar over at egenkapitalen er negativ så fremkommer det ikke noe informasjon om at det kan medføre innfrielse av lånet eller at man jobber mot Norsk Tillitsmann for å få en forsikring om at slik innfrielse ikke er aktuelt. I den forbindelse bemerkes det at selskapet ba om en bekreftelse fra Norsk Tillitsmann 26. februar 2010 men fikk først denne 15. mars 2010. I hele denne perioden løp man en risiko for at en slik bekreftelse ikke ville bli gitt. Informasjon vedrørende dette forholdet ble først gitt i årsrapporten 30. april 2010.

Selskapet vurderer ut fra svarene som er gitt børsen at forholdet rundt obligasjonslånets betingelse om positiv egenkapital pr. 31. desember 2009 ikke er innsidainformasjon jfr. verdipapirhandeloven (vphl) § 3-2 og løpende forpliktelser 3.1.1. Bakgrunnen for selskapets vurdering er at Norsk Tillitsmann har gitt en bekreftelse på at lånet ikke kommer til og innfries. Oslo Børs er ikke enig i denne vurderingen jfr. at svaret først kom den 15. mars 2010.

Spørsmålet videre er om det var grunnlag for utsatt offentliggjøring frem til en uttalelse fra Tillitsmannen kom jfr. vphl § 5-3. Etter Oslo Børs vurdering var det ikke det, ettersom det hadde oppstått et forhold rundt obligasjonslånet som markedet ikke var kjent med men som kunne ha betydning for prisingen av selskapet. Da vil markedet villedes av en utsettelse av informasjonen.

Selskapet kunne ha løst dette på to måter. Enten ved at det ble kjent sommeren 2009 at en av lånebetingelse var positiv egenkapital, eller at når selskapet konstaterte negativ egenkapital i Q4 rapporten så ble markedet informert om de mulige konsekvensene for obligasjonslånet. I begge tilfeller kunne man opplyst at man jobbet med Tillitsmannen for en uttalelse og at man hadde tro på dette. Slik NP håndterte denne situasjonen, fikk markedet først ved offentliggjøring av årsrapporten informasjon om denne lånebetingelsen og at det hadde vært en risiko for innfrielse av lånet. En slik innfrielse ville gjort det vanskelig med fortsatt videre drift for selskapet slik børsen vurderer situasjonen.

På bakgrunn av ovenstående mener børsen at det forelå innsidainformasjon om lånebetingelsen kanskje allerede ved refinansieringen 9. juli 2009 men senest fra det tidspunktet selskapet konstaterte brudd på egenkapitalbetingelsen ved fremleggelsen av Q4 tallene 26. februar 2010. Ettersom børsen vanskelig kan vurdere hvor stor usikkerhet

det forelå i kommunikasjonen med Norsk Tillitsmann avsluttes saken med dette brev.

8. TILBUDSPLIKT/FRIVILLIG TILBUD

8.1 Kontrollerte tilbud

Selskap	Pliktig/ frivillig tilbud	Dato godkjent
Telecomputing ASA	Tvangsinnløsning	19.01.2010
Odim ASA	Frivillig	26.02.2010
Lighthouse Caledonia ASA	Frivillig	08.06.2010
Odim ASA	Tvangsinnløsning	12.04.2010
Tandberg ASA	Tvangsinnløsning	16.04.2010
Simrad Optronics ASA	Frivillig	11.05.2010
Global IP Solutions (GIPS) Holding AB	Frivillig	19.05.2010
Scorpion Offshore Ltd	Pliktig	10.05.2010
Unison Forsikring ASA	Frivillig	19.06.2010
Rieber & Søn ASA	Pliktig	06.07.2010
Interoil ASA	Frivillig	02.07.2010
Prosafe Production Public Limited	Frivillig	27.07.2010
Simrad Optronics ASA	Tvangsinnløsning	07.07.2010
Lighthouse Caledonia ASA	Tvangsinnløsning	09.07.2010
Unison Forsikring ASA	Tvangsinnløsning	05.08.2010
Hjellegjerde ASA	Pliktig	20.09.2010
Green Reefers ASA	Pliktig	08.10.2010
Marine Farms ASA	Pliktig	05.10.2010
Grenland Group ASA	Pliktig	09.12.2010

8.2 Tilbudsplikt

8.2.1 Clarification of certain mandatory takeover provisions (e-post av 13.04.2010)

Spørsmål:

Regarding mandatory takeovers, the Regulations to the Securities Trading Act at Section 6-11 states: "Where the acquisition of the right to become the owner of shares must be considered to be actual acquisition of shares, the stock exchange may impose a mandatory bid obligation on the party who through such acquisition receives the right to become the owner of shares that together with the other shares of the party concerned represent more than one third of the votes of a stock exchange listed company."

If you could please advise as to whether Oslo Bors has imposed any such obligations as regards "rights to become owner of shares", and if so, how and where are rights defined?

Svar:

As far as I know, OSE has not imposed any such obligations pursuant to this specific provision. However, you should be aware of that OSE in a specific case decided that two parties were deemed to be acting in concert, cf. the Securities Trading Act Section 6-5. The buyer of a TRS contract was deemed to be acting in concert with the seller of the TRS contract which held the underlying shares for hedging purposes. This decision shows that derivative contracts might trigger mandatory offer requirements although OSE does not use the Securities Trading Regulation Section 6-11.

8.2.2 Tilbudspåkt – overgangsregler (brev av 27.04.2010)

1 Innledning

Vi viser til Deres epost 15. april vedlagt notat hvor det reises to problemstillinger knyttet til reglene om tilbudspåkt.

2 Sakens bakgrunn

Basert på det opplyste legger børsen til grunn følgende faktum:

Selskap A er et norsk allmennaksjeselskap notert på Oslo Børs. Da selskap A ble børsnotert hadde aksjonær B en lav eierandel (under 1/3). Da det kun fremgår indirekte av henvendelsen, presiserer børsen for ordens skyld at det forutsettes at selskapet ble børsnotert før ikrafttredelsen av tilbudspåktreglene i 1990. Aksjonær B kjøpte seg opp til en eierandel på over 50% på 1970-tallet, dvs. før det var innført tilbudspåktbestemmelser i norsk rett. Da det i 1990 først gang ble innført bestemmelser om tilbudspåkt i norsk rett, hadde B stadig mer enn 50% av aksjene og stemmene i A. I 1999 ble Bs eierandel utvannet til ca. 43% gjennom en kapitalforhøyelse hvor B ikke deltok. Eierandelen er ikke blitt endret etter dette. Det planlegges nå en transaksjon som vil redusere Bs eierandel til under 40%.

De to problemstillingene som reises i denne sammenheng er:

- i) Vil det oppstå tilbudspåkt hvis B – etter å ha fått sin eierandel redusert under 40% - igjen kjøper seg opp til 40% eller mer?
- ii) Vil det oppstå tilbudspåkt ved ethvert erverv B gjør i A?

3 Børsens vurdering

3.1 Tilbudspåkt ved eventuell passering av 40%

Spørsmålet her er om tilbudspåkt oppstår dersom B - etter å ha fått sin eierandel i A redusert under 40% - foretar erverv som medfører at B igjen blir eier av 40% eller mer av aksjene og stemmene i A.

I vphl § 6-6 (1) først pkt heter det:

“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 tilbudspåkt) dersom aksjeeieren gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer 40 prosent eller mer av stemmene i selskapet.”

Det følger av forskrift om overgangsregler til lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (børsloven) og lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (vphl) § 3 (1) at vphl § 6-6 (1) ikke gjelder for aksjonærer som:

“...ved børsnotering av selskap før ikrafttredelse av lov 19. juni 1997 nr. 79 på noteringstidspunktet og ved nevnte lovs ikrafttredelse eide 45 prosent eller mer av aksjene i selskapet, og som etter ikrafttredelse av lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel uavbrutt har eid mer enn 40 prosent av aksjene i selskapet”

De anfører at dermed vil unntaket ikke kunne påberopes hvis Bs eierandel på noe tidspunkt har vært redusert under 40 %. Børsen er enig i denne forståelsen. Dette betyr at det vil oppstå tilbudspåkt hvis B – etter å ha fått sin eierandel redusert under 40% -

igjen kjøper seg opp til 40% eller mer.

3.2 Tilbudsplikt ved ethvert erverv

I forbindelse med reglene om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv, jf. vphl. § 6-6 annet ledd, er spørsmålet om ethvert erverv av aksjer i A fra Bs side vil utløse tilbudsplikt.

Problemstillingen vil kunne være aktuell både i forhold til erverv foretatt før transaksjonen som forventes å redusere Bs eierandel under 40%, og etter gjennomføringen av denne transaksjonen.

Utgangspunktet for vurderingen er vphl § 6-6 (2), hvor det heter:

"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."

B har historisk passert de nåværende tilbudspliktgrenser på 1/3, 40% og 50%, uten at det har oppstått tilbudsplikt. De aktuelle ervervene skjedde imidlertid før det ble innført tilbudspliktregler i norsk lovgivning med ikrafttredelse 6. april 1990, hvor blant annet tilbudspliktgrense var satt til aksjer som representerer mer enn 45% av stemmene.

Ordlyden i vphl. § 6-6 (2) gir ikke klart svar på om bestemmelsen kommer til anvendelse på erverv foretatt før tilbudspliktgrensene trådte i kraft. Det fremgår imidlertid av forarbeidene til bestemmelsen, Ot.prp. nr. 34 (2006-07) s. 447:

"En aksjeeier som ved lovens ikrafttredelse innehar aksjeposter som er større enn de aktuelle tilbudspliktgrenser, vil ikke ha "passert" de aktuelle grenser og faller derfor utenfor reglene om etterfølgende erverv."

Tilsvarende fremgår det av overgangsbestemmelsene i vphl § 18-2 (3) første punktum:

"§ 6-6 annet ledd gjelder for aksjeeier som passerer tilbudspliktgrensene etter lovens ikrafttredelse."

Børsen antar på denne bakgrunn at vphl. § 6-6 (2) i utgangspunktet ikke gjelder tilfeller hvor tilbudspliktgrensen er passert før lovens ikrafttredelse.

Overgangsreglene i vphl. § 18-2 (3) annet punktum regulerer enkelte situasjoner hvor det gjøres unntak fra dette utgangspunktet. Vphl. § 18-2 (3) annet punktum lyder:

"§ 6-6 annet ledd gjelder likevel for

1. den som eier aksjer som representerer mellom 1/3 og 40 prosent av stemmene i selskapet ved lovens ikrafttredelse,
2. den som før lovens ikrafttredelse har passert tilbudspliktgrensen på 40 prosent på en måte som ikke utløser tilbudsplikt og derfor ikke har fremsatt pliktig tilbud,
3. den som per 1. desember 1997 eide aksjer som representerer mellom 40 og 45 prosent av stemmene, og som uavbrutt har eid aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene frem til lovens ikrafttredelse uten å fremme tilbud i samsvar med bestemmelsene om pliktig tilbud."

Børsen slutter seg til Deres vurdering av at unntaket i nr. 1 tar sikte på aksjonærer som

befant seg under tilbudspliktsgrensen etter vphl. 1997 på 40 % før denne ble senket til 1/3, men som nå befinner seg over grensen.

Børsen slutter seg videre til vurderingen av at unntaket i nr 3 tar sikte på aksjonærer som etter vphl 1997 § 4-6 første ledd ville fått tilbudsplikt ved ethvert etterfølgende erverv, nemlig de som eide mellom 40 % og 45 % da loven trådte i kraft. Også her er det altså snakk om en videreføring av en forpliktelse som fulgte av vphl 1997. På samme måte som unntaket i nr. 1 knytter seg til senkning av tilbudsgrensen i 2007, knytter unntaket i nr. 3 seg til senking av tilbudsgrensen i 1997.

Når det gjelder unntaket i nr. 2 tar dette tilsynelatende sikte på aksjonærer som etter vphl 1997 hadde passert tilbudspliktsgrensen på 40 % uten å utløse tilbudsplikt. Slike aksjonærer ville etter vphl 1997 § 4-6 første ledd fått tilbudsplikt ved ethvert etterfølgende erverv. Unntaket i nr. 2 representerer en videreføring av denne forpliktelsen. De har reist problemstillingen om unntaket i § 18-2 (3) annet punktum nr. 2 også omfatter aksjonærer som passerte 40 % før vphl 1997 trådte i kraft, hvilket kan sies å følge rent språklig av nr. 2.

I NOU 2005:17 s. 40 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 381 legges til grunn at tilbudsplikt ved etterfølgende erverv etter vphl. § 4-6 gjaldt to typesituasjoner: Aksjonærer som representerte mer enn 40% av stemmene, men som ikke hadde gitt tilbud fordi passeringen av tilbudspliktsgrensen ikke utløste tilbudsplikt. Typen passeringer det vises til er konsolidering uten erverv, ervervsformer som er unntatt etter tilsvarende unntak som følger av vphl. § 6-2 (arv, gave, vederlag ved skifte, fisjon eller fusjon) og finansinstitusjoners erverv for å begrense tap på engasjement, jf. tilsvarende unntak som følger av vphl. § 6-3. For det andre omfattet vphl. § 4-6 aksjonærer som ved 1997-lovens ikrafttredelse representerte mellom 40 og 45 % av stemmene og som ikke var omfattet av hovedregelen om tilbudsplikt ved passering av 40 %. Børsen har lagt tilsvarende forståelse av vphl. 1997 § 4-6 til grunn, jf. Vedtak og uttalelser 1998 s. 77.

Tilbudsplikt ved etterfølgende erverv for aksjonærer som representerte mellom 40 og 45 % av stemmene er som nevnt videreført i vphl § 18-2 (3) annet punktum nr. 3. Tilsvarende viderefører vphl § 18-2 (3) annet punktum nr. 2 tilbudsplikt ved etterfølgende erverv for aksjonærer som representerte mer enn 40 % av stemmene, men som ikke hadde gitt tilbud fordi passeringen av tilbudspliktsgrensen ikke utløste tilbudsplikt. Børsen antar at det ville harmonert dårlig med tanken om at vphl. § 18-2 (3) viderefører vphl. 1997 § 4-6, dersom nr. 2 også skulle omfatte aksjonærer som passerte 40 % før vphl 1997 trådte i kraft.

Børsen finner heller ingen støtte i forarbeidene for at unntaket i nr. 2 også omfatter aksjonærer som passerte 40 % før vphl 1997 trådte i kraft.

Børsklagenemnden gir uttrykk for en tilsvarende forståelse i sak 2/1992, nærmere bestemt at tilbudspliktreglene i vphl. 1985 § 5A ikke hjemlet tilbudsplikt ved ytterligere erverv for aksjonær som ved innføring av regler om tilbudsplikt i 1990 (med tilbudspliktsgrense på 45 %) eide mer enn 45 % av de stemmeberettigede aksjene. Uttalelsen knytter seg til riktignok ikke til regler om etterfølgende erverv da slike regler først ble innført ved 1997-loven, men til tilbudsplikten som sådan. I forhold til aksjonærer som B som representerte mer enn 50 % av stemmene ved ikrafttredelsen av vphl. 1997 ville man imidlertid uansett forvente at forarbeidene hadde presisert dersom erverv av 40 % skjedd før ikrafttredelsen av 1997-loven skulle vært omfattet. Børsen er etter dette av den oppfatning at tilbudsplikt ved etterfølgende erverv etter vphl. § 18-2 (3) annet punktum nr. 2 ikke får anvendelse for B i foreliggende situasjon.

Børsen antar videre at de særlige presiseringene av reglene om etterfølgende erverv i

forskrift om overgangsregler til lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (børsloven) og lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) ikke endrer vurderingen over.

8.2.3 Ervervsbegrepet i vphl. § 6-1 (e-post av 31.05.2010)

Spørsmål:

Bakgrunn

Det vises til møte med Oslo Børs 18. mai 2010, hvor det ble avtalt at undertegnede skulle sende inn en kort redegjørelse for vår tolking av ervervsbegrepet i verdipapirhandelloven (vphl.) § 6-1.

Den faktiske bakgrunnen for henvendelsen er knyttet til en planlagt fisjon av et ikke-børsnotert aksjeselskap ("selskap A"), som eier mer enn 1/3 av aksjene i et børsnotert selskap ("selskap B"). Aksjene i selskap B vil ligge igjen i selskap A etter fisjonen. Etter fisjonen vil selskap A kontrolleres (dvs eies mer enn 50 %) av en aksjonær som i dag eier mindre enn 50 % av aksjene i selskap A ("aksjonær C"). Den prinsipielle problemstillingen i det følgende er om en slik fisjon kan anses som et "erverv" av aksjer i selskap B, og dermed utløse tilbudsplikt for aksjonær C.

Det kan alternativt være aktuelt å foreta en fisjon i både selskap C (som etter fisjonen vil kontrollere aksjeposten i det børsnoterte selskapet B) og et holdingselskap D (som etter fisjonen vil kontrollere aksjene i selskap C). Selskap D vil etter fisjonen kontrolleres av aksjonær C. I det følgende fokuseres imidlertid på modellen beskrevet i avsnittet ovenfor, i det vi ikke kan se at saken stiller seg prinsipielt annerledes om det foretas fisjon i et eller to nivåer. Det bes om tilbakemelding dersom børsen er uenige i dette.

Nærmere om ervervsbegrepet

Det følger av vphl. § 6-1 at den som gjennom erverv av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Det gjelder en tilsvarende tilbudsplikt dersom en aksjeeier som eier mer enn 1/3 av aksjene i selskapet gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 % og 50 % av aksjene i selskapet, jf. vphl. § 6-6 første ledd. Som erverv regnes også erverv av aksjer som representerer mer enn 50 % av stemmene i et selskap hvis "vesentligste virksomhet" består i å eie aksjer i et notert selskap (tilbudsplikt ved indirekte erverv), jf. vphl. § 6-1 annet ledd.

I foreliggende sak skjer det ingen direkte endringer i eiersituasjonen i det børsnoterte selskap B. Selskap A vil eie det samme antall aksjer i selskap B før og etter fisjonen (dersom vi ser bort fra en eventuell overføring av aksjer i forkant av fisjonen). Fisjonen i selskap A vil imidlertid gi aksjonær C mer enn 50 % eierskap i selskap A. I denne forbindelse kan det legges til grunn at selskap As vesentligste virksomhet vil være å eie aksjer i selskap B. Det sentrale spørsmålet i saken er om fisjonen kan likestilles med et indirekte "erverv" av aksjer i selskap B etter reglene om indirekte erverv i vphl. § 6-1 annet ledd.

Det følger av ordlyden til tilbudspliktsbestemmelsene at tilbudsplikt kun utløses "gjennom erverv". I foreliggende situasjon skjer det ikke et erverv av aksjer i selskap B, siden aksjene blir liggende igjen i det (overdragende) fisjonerte selskapet. Det er lagt til grunn i både børsens praksis (Vedtak og uttalelser 2009 s. 103 - Rem Offshore) og i juridisk litteratur (Bechmann m.fl s. 253) at selskaphendelser som medfører økt kontroll for enkeltaksjonærer ikke utløser tilbudsplikt.

I Rem Offshore var spørsmålet om en kapitalnedsettelse i et børsnotert foretak som

innebar at en aksjonær økte sin eierinnflytelse fra 39,9 % til om lag 70 % av aksjene kunne likestilles med et "ervert" av aksjene. Oslo Børs avviste dette, og uttalte bl.a.:

"Det er uomtvistet at transaksjonen ikke vil medføre at verken Solstad eller Remøy-selskapene ervert nye aksjer i Rem Offshore.

Minoritetsaksjonærene viser imidlertid til at Remøy-selskapene ved transaksjonen får økt kontroll med Rem Offshore. Dette skjer ved sletting av aksjer i selskapet i forbindelse med kapitalnedsettelsen. Det anføres at transaksjonen bør utløse tilbudsplikt etter en utvidet fortolkning av ervertsbegrepet. Selv om "innvanning" etter lovens hovedregel ikke kan betraktes som noe ervert, utelukker ikke det at en slik planlagt, målrettet og ekstraordinær innvanning som den foreliggende i realiteten må betraktes som et ervert.

Det kan imidlertid ikke sees å være henvist til rettskilder som skulle støtte en slik utvidende (eller analogisk) fortolkning. Børsen kan ikke se at det foreligger holdepunkter for å hevde at økningen i Remøy-selskapenes eierandel som følge av sletting av aksjer i forbindelse med kapitalnedsettelsen kan anses som et ervert i verdipapirhandelens § 6-1 første ledds forstand, jf. også Bechmann, Bergo m.fl, Verdipapirhandelloven kommentarutgave s. 253. Det kan således ikke sees å foreligge noen hjemmel for å pålegge tilbudsplikt på dette grunnlag".

Tilsvarende synspunkter (at selskapshendelser ikke skal anses som "ervert") er lagt til grunn i Vedtak og uttalelser 2008 s. 132 ("Schemes of Arrangements") og i 2009 s. 105 ("Amalgation").

I foreliggende sak skjer det ingen kapitalnedsettelse i det børsnoterte foretaket, slik tilfellet var i Rem Offshore-saken. Det skjer imidlertid en fisjon i selskap A som eier en betydelig aksjepost i det børsnoterte selskap B. Etter vår vurdering er det grunnleggende spørsmål i de to sakene det samme, nemlig om en "innvanning" som følge av en selskapshendelse (her en fisjon) skal anses som et "ervert" i verdipapirhandelens forstand. Børsens uttalelse i Rem Offshore saken og i andre tilsvarende saker tilsier klart at den økte faktiske kontroll aksjonær C oppnår gjennom fisjonene, ikke gir grunnlag for å hevde at det skjer et indirekte "ervert" av aksjer i selskap B. Dette støttes også av lovens ordlyd og juridisk litteratur. Fisjonen vil derfor etter vår vurdering ikke utløse tilbudsplikt.

Etter vphl. § 6-2 første ledd nr. 3 inntre det ikke tilbudsplikt ved "ervert" i form av vederlag ved fisjon eller fusjon. I slike tilfeller kan imidlertid børsen med hjemmel i § 6-2 annet ledd pålegge tilbudsplikt, bl.a. for å ramme omgåelsesforsøk. Etter vår vurdering er verken unntaksbestemmelsen eller børsens påleggshjemmel aktuelle i foreliggende sak. Unntaksbestemmelsen gjelder bare de tilfeller det skjer et "ervert" av aksjer i forbindelse med en fisjon, dvs i de tilfeller det overføres aksjer i et børsnotert selskap som fisjonsvederlag. Dette er ikke tilfellet i vår sak, hvor det ikke skjer et "ervert" av børsnoterte aksjer. Verken unntaksbestemmelsen for fisjonsvederlag i vphl. § 6-2 første ledd nr. 3 eller børsens påleggskompetanse i vphl. § 6-2 annet ledd er derfor av betydning.

Det antas imidlertid at ytterligere ervert fra aksjonær C eller vedkommendes nærstående vil utløse tilbudsplikt etter reglene om etterfølgende ervert, jf. vphl. § 6-6 annet ledd.

Videre fremdrift

Det bes om børsens eventuelle synspunkter på ovennevnte. Som nevnt på møtet vil vi sette stor pris på en snarlig tilbakemelding. Det er bare å ta kontakt med undertegnede hvis det skulle være spørsmål i sakens anledning.

Svar:

Det vises til epost 19. mai og 27. mai 2010 om tolking av ervervsbegrepet i vphl. § 6-1.

Etter det opplyste planlegges en fisjon av et norsk ikke-børsnotert aksjeselskap ("selskap A"), som eier mer enn 1/3 av aksjene i et børsnotert selskap ("selskap B"). Aksjene i selskap B vil ligge igjen i selskap A etter fisjonen. A er dermed overdragende selskap i fisjonen hvor verdiene skjevdeles. Etter fisjonen vil selskap A kontrolleres (dvs eies mer enn 50 %) av en aksjonær som i dag eier mindre enn 50 % av aksjene i selskap A ("aksjonær C"). Det kan i tillegg være aktuelt å foreta en fisjon i et holdingselskap D (som etter fisjonen vil kontrollere aksjene i selskap C). Selskap D vil etter fisjonen kontrolleres av aksjonær C.

Det er i henvendelsen lagt til grunn at det sentrale spørsmålet i saken er om fisjonen kan likestilles med et indirekte "ervert" av aksjer i selskap B etter reglene om indirekte ervert i vphl. § 6-1 annet ledd, og dermed utløse tilbudsplikt for aksjonær C. Det anføres at det følger av ordlyden i vphl. § 6-1 (1), børsens praksis og juridisk teori at det ikke skjer noe "ervert" av aksjer i selskap B siden aksjene blir liggende igjen i det (overdragende) fisjonerte selskapet med den begrunnelse at selskapshendelser som medfører økt kontroll for enkeltaksjonærer ikke utløser tilbudsplikt. Det vises blant annet til Vedtak og Uttalelser 2009 s. 103 – Rem Offshore – som riktignok gjelder kapitalnedsettelse, men som antas innebære tilsvarende for fisjon og at den økte faktiske kontroll aksjonær C oppnår gjennom fisjonen, ikke gir grunnlag for å hevde at det skjer et indirekte "ervert" av aksjer i selskap B. Videre legges til grunn at unntaket i vphl. § 6-2 første ledd nr. 3 ikke er aktuelt fordi det ikke dreier seg om ervert av vederlagsaksjer i det børsnoterte selskapet og dermed at børsens påleggskompetanse i vphl. § 6-2 annet ledd derfor ikke er aktuell.

Etter børsens oppfatning må det først vurderes om transaksjonen innebærer et ervert etter vphl. § 6-1 (1) på As hånd. Ordlyden gir ikke svar på spørsmålet, men det følger av NOU 1996:2 s. 112 (punkt 9.3.5.5) og Bechmann m.fl. s. 276 (punkt 1.11) – som direkte omhandler fusjon – at det kun skjer et "ervert" i bestemmelsens forstand når det overtakende selskapet i fusjonen mottar børsnoterte aksjer som sammen med egen beholdning overstiger en tilbudspliktgrense. Utvalget la vekt på at det i slike tilfeller skjer et formelt kontrollskifte i motsetning til der overdragende selskap blir sittende med aksjene i det børsnoterte selskapet.

Det kan stilles spørsmål om tilsvarende skal gjelde ved fisjon. I Rem Offshore saken skjedde en deling av det børsnoterte selskapet ved at en del av selskapets eiendeler og gjeld ble overført til én av selskapets hovedaksjonærer. Transaksjonen var strukturert som en selskapsrettslig kapitalnedsettelse, ved sletting av aksjer mot vederlag i form av aksjer i et datterselskap til det børsnoterte selskapet. Børsen var av den oppfatning at det ikke var holdepunkter for å hevde at økningen i den andre hovedaksjonærens eierandel som følge av kapitalnedsettelsen kunne anses som ervert etter vphl. § 6-1 (1). Børsen antar at tilsvarende må gjelde i forhold til fisjon der den kontrollerende aksjeposten blir værende i det overdragende selskap. Dette har også støtte i Bechmann m.fl. s. 253 (punkt 1.7). Av samme grunn er det ikke naturlig at reglene om indirekte ervert i vphl. § 6-1 (2) kommer til anvendelse som følge av at aksjonær C overtar kontrollen i A. Tilsvarende antas å gjelde i forhold til de fisjon av aksjonær C, slik at tilbudsplikt ikke utløses forutsatt at C er overdragende selskap.

Børsen er enig i at verken vphl. § 6-2 første ledd nr. 3 eller § 6-2 annet ledd er aktuell for foreliggende tilfelle.

8.2.4 Vurdering av reglene om tilbudsplikt i forbindelse med transaksjon

(brev av 03.06.2010)

1 Innledning

Det vises til brev 6. april 2010 med forespørsel om vurdering av tilbudsplikt i forbindelse med en planlagt transaksjon. Det vises også til etterfølgende kontakt hvor børsen har gitt tilbakemelding om at svar på forespørselen først vil foreligge når børsstyret har fattet vedtak om notering.

Børsstyret vedtok 27. mai 2010 å ta aksjene i New Brazil Holding ASA opp til notering på Oslo Børs under forutsetning om det før første noteringsdag blant annet:

- gjennomføres en emisjon som tilfører selskapet minimum MUSD 28 i netto likviditet, og
- utfisjoning fra Norse Energy er gjennomført som planlagt

For helhetens skyld nevner børsen at New Brazil Holding ASA har fått unntak fra Opptaksreglene pkt. 2.6 (3) om at fusjon må være selskapsrettslig gjennomført før første noteringsdag.

2 Bakgrunn

På bakgrunn av det opplyste legger børsen til grunn følgende faktum:

2.1 Fisjon av Norse Energy Corporation ASA

Fond forvaltet av Sector Omega ASA ("Sector-fondene") eier ca. 23,3 % av aksjene og stemmene i Norse Energy Corporation ASA ("NEC"). I forhold til verdipapirhandelens regler om tilbudsplikt er det lagt til grunn at Sector-fondene skal konsolideres.

Generalforsamlingen i NEC behandlet og godkjente fisjon av selskapet den 28. januar 2010 ("Fisjonen") i henhold til reglene i allmennaksjeloven kapittel 14. Beslutningen ble registrert i Foretaksregisteret den 1. februar 2010 med to måneder kreditorfrist som nå er utløpt.

Overtakende selskap i Fisjonen vil være New Brazil Holding ASA ("NBH"), som er et nystiftet selskap. Forut for gjennomføring av Fisjonen er NBH eid 100 % av NEC.

Fisjonen innebærer i korte trekk en utfisjoning av NECs virksomhet i Brasil til NBH, som i hovedsak knytter seg til en eierpost på 70 % av aksjene i selskapet Norse Energy do Brazil S.A. ("NdB"). Sector-fondene eier de 30 % av aksjene i NdB som ikke er eid av NEC.

Ved gjennomføring av Fisjonen vil aksjonærene i NEC motta fisjonsvederlag i form av aksjer i NBH. Samtidig vil det skje en kapitalnedsettelse i NBH med innløsning av NECs opprinnelige aksjer i selskapet. Fisjonen vil således i utgangspunktet medføre en aksjonærstruktur i NBH lik aksjonærstrukturen i NEC. Fisjonen er betinget av at børsen aksepterer at NBH tas opp til notering etter gjennomføring av fisjonen.

Som over nevnt er aksjene i NBH besluttet tatt opp til notering med første noteringsdag senest 9. juli 2010.

2.2 Fusjon med Pan-Petroleum Holding AS

Sector-fondene eier også ca 99 % av aksjene i selskapet Pan-Petroleum (Holding) Cyprus Limited ("Pan"). De resterende 0,85 % av aksjene i Pan er eid av ledelsen i selskapet.

Pan er et kypriotisk selskap og er ikke børsnotert på noe regulert marked.

NEC og Sector har på visse vilkår inngått en avtale om sammenslåing av NBH med Sectors eierandel i NdB og Pan. Formålet er å gjøre NBH til eier av 100 % av aksjene i NdB og 100 % av aksjene i Pan. Sammenslåingen vil gjennomføres ved at NBH fusjonerer med Pan-Petroleum Holding AS ("Pan Holding"). Pan Holding er et nyopprettet norsk aksjeselskap som er opprettet for å samle de eierandelene i Pan og NdB som i dag eies av Sector-fondene og ledelsen i Pan. Eierstrukturen i Pan Holding vil reflektere dagens eierforhold i Pan, justert for Sector-fondenes 30 % eierandel i NdB.

Fusjonsplanen mellom NBH og Pan Holding ble signert av selskapenes styrer den 26. mars 2010 og meldt til Foretaksregisteret av NBH samme dag. Fusjonsplanen er inngått i henhold til reglene i allmennaksjeloven kapittel 13 med NBH som overtakende selskap ("Fusjonen").

Fusjonen ble vedtatt på generalforsamling i henholdsvis NBH og Pan Holding 26. april 2010. NBH er fremdeles et heleid datterselskap av NEC inntil Fusjonen er trådt i kraft. For å sikre tilslutning fra NECs aksjonærer (og derigjennom de som blir aksjonærer i NBH etter gjennomføring av Fusjonen) ble Fusjonen også forelagt generalforsamlingen i NEC for godkjenning i tråd med asal. § 3-8. Det var et vilkår for gjennomføring av Fusjonen at generalforsamlingen i NEC godkjente Fusjonen. Godkjenning fra generalforsamlingen i NEC forelå 26. april 2010.

2.3 Styrking av egenkapitalen i NBH gjennom emisjon

Som opplyst gjennom børsmeldinger m.v. fra NEC, er det gjennomført en betinget emisjon av aksjer i NBH på et kronebeløp tilsvarende USD 65 millioner ("Emisjonen"). Av emisjonen har Sector-fondene tegnet seg for USD 30 millioner, NEC for USD 20 millioner og øvrige investorer for USD 15 millioner.

Gjennomføring av Emisjonen er betinget av at Fusjonen gjennomføres, at NBH godkjennes tatt opp til notering på Oslo Børs, og at Fusjonen gjennomføres. I forhold til Fusjonen er det opplyst at emisjonsbeslutningen åpner for at investorer som har tegnet seg i Emisjonen kan be om å motta tegnede aksjer før Fusjonen er gjennomført, se nærmere punkt 2.4. Det er presisert at det dreier seg om levering av nyutstedte aksjer og ikke aksjer som er lånt inn eller stilt til rådighet fra andre aksjonærer. For øvrig er det ikke beskrevet hvordan slik delvis gjennomføring av aksjekapitalforhøyelsen vil skje. Det presiseres for ordens skyld at emisjonen på USD 28 millioner nevnt innledningsvis, utgjør en del av Emisjonen og skal gjennomføres uavhengig av om Fusjonen gjennomføres.

2.4 Gjennomføring av Fusjonen, Emisjonen og Fusjonen

Transaksjonen vil etter planen bli gjennomført som følger:

- (A) Fusjonen vil bli registrert gjennomført i Foretaksregisteret etter at styret ved Oslo Børs har godkjent børsnotering av NBH. Vederlagsaksjer til aksjonærene i NEC vil deretter bli utstedt gjennom VPS.
- (B) Etter at kreditorfristen for Fusjonen er utløpt, omkring 26. juni 2010, vil Fusjonen bli registrert gjennomført i Foretaksregisteret, forutsatt at vilkårene i fusjonsavtalen er oppfylt, herunder om at for hver av fusjonspartene tilfredsstillende due diligence er gjennomført og at det ikke er avdekket funn som noen av partene anser som vesentlig. Vederlagsaksjer til aksjonærene i Pan Holding vil deretter bli utstedt gjennom VPS.

- (C) Aksjene i NBH vil bli tatt opp til notering på Oslo Børs straks etter gjennomføring av Fisjonen.
- (D) Aksjekapitalforhøyelsen i forbindelse med Emisjonen vil som utgangspunkt bli gjennomført samtidig med / rett etter gjennomføring av Fusjonen. I praksis vil aksjekapitalforhøyelsene i forbindelse med Emisjonen og Fusjonen bli innsendt for registrering i Foretaksregisteret i samme registermelding. Aksjene som utstedes i Emisjonen vil umiddelbart deretter bli utstedt gjennom VPS. Som nevnt over er det imidlertid åpnet for at de som har tegnet aksjer i Emisjonen kan få levert aksjer før Fusjonen er gjennomført. Det kan således tenkes at deler av Emisjonen vil bli gjennomført tidligere. Blant annet vurderer Sector-fondene å ta levering av aksjer for sin tegning på USD 30 millioner på et tidligere tidspunkt (for å fasilitere likviditet til de involverte virksomhetene på et tidlig tidspunkt).

2.5 Sector-fondenes eierandel i NBH

Fisjonen vil isolert sett innebære at Sector-fondene får en eierandel i NBH på omkring 23,3 %, tilsvarende den eierandel Sector-fondene har i NEC i dag. Det fremgår imidlertid forutsetningsvis at Sector-fondenes eierandel også kan bli høyere som følge av Fisjonen.

Emisjonen vil innebære at Sector-fondene får en eierandel i NBH på omkring 32,23 % etter gjennomføring av Fisjonen og Emisjonen. Eierandelen kan riktignok bli høyere dersom Sector-fondene tar førtidig levering av aksjer (uten at samtlige øvrige tegnere gjør det) slik at Sector-fondene midlertidig øker sin stemmeandel i NBH eller Emisjonen for øvrig ikke fullt ut gjennomføres som planlagt.

Fusjonen vil innebære at Sector-fondene får en eierandel i NBH på omkring 66,2 % etter gjennomføring av Fisjonen, Emisjonen og Fusjonen.

3 Nærmere om spørsmålene som ønskes besvart

Som følge av Sector-fondenes eierandel i NEC i dag og de aksjer i NBH som mottas som vederlag i Fusjonen og ved deltakelse i Emisjonen, vil Sector-fondene etter gjennomføring av disse transaksjonene bli eier av mer enn 1/3 av aksjene i NBH, jf over. Dette reiser ulike problemstillinger i forhold til reglene om tilbudsplikt i verdipapirhandelloven kap. 6.

Det er for det første et spørsmål om tilbudsplikt utløses for aksjer som Sector-fondene eventuelt erverver før første noteringsdag av NBH. Problemstillingen har aktualitet dersom Sector-fondene blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene før notering skjer. Dette vil i praksis kunne skje (i) dersom Sector-fondene før Fisjonen trer i kraft tegner og mottar aksjer i NBH i Emisjonen, eller (ii) dersom Sector-fondene etter Fisjonens ikrafttredelse, men før første noteringsdag tegner og mottar aksjer i NBH som beskrevet, se nærmere pkt. 4.1 under.

Det andre spørsmålet er om tilbudsplikt utløses ved Sector-fondenes erverv av aksjer gjennom Fusjonen, eventuelt gjennom Emisjonen etter notering er skjedd og Fusjonen er gjennomført og som da innebærer en utvanning av Sector-fondenes gjennom at Sector-fondene har tegnet seg for 30 av de totalt 65 MUSD, se nærmere punkt 4.2 under.

4 Børsens vurdering

4.1 Situasjonen for Sector-fondene i forhold til aksjer ervervet før første noteringsdag for NBH på Oslo Børs

Som nevnt er det en problemstilling om Sector-fondene får tilbudsplikt dersom de blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene før notering av NBH skjer.

Tilbudsplikt utløses etter vphl. § 6-1 ved passering av mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer "er notert på norsk regulert marked". Begrepet "er notert på norsk regulert marked" er i tidligere praksis forstått som et krav om at aksjene i selskapet faktisk er notert på det tidspunkt man blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene. Dersom en aksjonær blir eier før aksjene tas opp til notering vil således ikke noteringen i seg selv utløse tilbudsplikt, jf. blant annet Vedtak og Uttalekser 2007 pkt 6.2.19. Det er videre lagt til grunn i tidligere praksis at det ikke er tilstrekkelig for at tilbudsplikt skal inntre at et erverv finner sted mens selskapet er i en noteringsprosess, jf Vedtak og Uttalelser 2004 pkt 6.1.5.

Børsen antar således at NBH ikke kan anses som et notert selskap etter vphl. § 6-1 før dets aksjer faktisk tas opp til notering og at tilbudsplikt ikke utløses på dette grunnlag.

Et spørsmål er hva som skal anses som ervervstidspunktet i forhold til tilbudspliktsreglene. Lovteksten gir ikke direkte svar på spørsmålet. I forarbeidene til den tidligere loven er det i NOU 1996:2 s. 120 uttalt at: "Det avgjørende for utløsning av tilbudsplikt vil derfor være det tidspunkt eierbeføyelsen går over. Tidspunktet for oppgjør vil ikke ha noen selvstendig betydning. Ved erverv gjennom fusjon antar utvalget at registreringen av fusjonen i foretaksregistret må være avgjørende." Bachmann m. fl., note 1.18 og 1.19 til vphl. (1997) § 4-1 legger til grunn at ved fisjon på aksjonærnivå og ved tegning anses ervervet skjedd ved registrering i foretaksregisteret. Tilsvarende har børsen tidligere lagt til grunn i forhold til fisjon, jf. Vedtak og Uttalelser 2000 s. 75. Børsen antar derfor at "ervervet" med hensyn til tilbudsplikt finner sted senest når aksjekapitalforhøyelsen i forbindelse med Fisjonen og eventuelt Emisjonen registreres i Foretaksregisteret.

Basert på dette legger børsen til grunn at Sector-fondene ikke vil få tilbudsplikt på aksjer i NBH dersom de skulle bli eier av mer enn 1/3 av aksjene og stemmene i NBH som følge av Fisjonen og/eller Emisjonen så lenge første noteringsdag for NBH i tid kommer etter registrering av de aktuelle aksjekapitalforhøyelser i Foretaksregisteret.

4.2 Situasjonen for Sector-fondene i forhold til aksjer ervervet etter første noteringsdag for NBH på Oslo Børs

Sector-fondene vil erverve aksjer i NBH etter første noteringsdag dersom (i) NBH tas opp til notering før Fusjonen er gjennomført slik at vederlagsaksjene i Fusjonen utstedes etter noteringstidspunktet, og/eller (ii) dersom Emisjonen helt eller delvis gjennomføres etter første noteringsdag.

Det fremgår av vphl. § 6-2 første ledd nr 3 at erverv som skjer i form av vederlag ved fusjon av allmennaksjeselskap er unntatt tilbudsplikt. Mottak av aksjer i NBH som fusjonsvederlag i Fusjonen etter at aksjene i NBH er tatt opp til notering vil således ikke utløse tilbudsplikt for Sector-fondene.

Etter vphl. § 6-2 annet ledd kan børsen i særlige tilfeller pålegge tilbudsplikt ved erverv i form av vederlag ved fusjon. Det fremgår av NOU 1996:2 s. 110 at bestemmelsen er ment å ramme "de klare omgåelsestilfeller" av tilbudsplikten. Børsen antar at et slikt pålegg må begrunnes i at de hensyn som unntar erverv ved fusjon fra tilbudsplikten ikke anses å være tilstede i det konkrete tilfellet. Fusjonsunntaket er særlig begrunnet i fravær av kontrollpremie, aksjonærenes beslutningsgrunnlag og prosedyrer for vedtakelse av fusjon. Departementet antok at et slikt pålegg i praksis ville være mest aktuelt i forbindelse med erverv i form av arv, gave eller skifte, jf. Ot.prp. nr. 29 (1996-

97) s. 69 og bestemmelsen har så langt ikke vært benyttet. Basert på den informasjon som er mottatt og offentliggjort, herunder at Fusjonen er godkjent av generalforsamlingen i NEC etter asal. § 3-8, er børsen av den oppfatning at det ikke foreligger et "særlig tilfelle" som kan gi foranledning til å pålegge Sector-fondene tilbudsplikt som følge aksjeervertet i NBH.

Dersom Sector-fondene ikke tar levering av aksjene som utstedes i Emisjonen før NBH tas opp til notering, vil dette skje først etter at Fusjonen er gjennomført. Det er opplyst at gjennomføring av Emisjonen etter gjennomføring av Fusjonen vil innebære en netto utvanning for Sector-fondene da disse kun har tegnet seg for USD 30 millioner av USD 65 millioner i Emisjonen. Det følger da av kvalifikasjonen "som øker stemmeandelen" i verdipapirhandeloven § 6-6 andre ledd at ervert av disse aksjene ikke utløser tilbudsplikt for Sector-fondene etter regelen om etterfølgende ervert. Børsen presiserer at vurderingen kan bli annerledes dersom slik utvanning ikke skjer som følge av at Sector-fondene eventuelt tar delvis levering før andre tegnere i Emisjonen eller om Emisjonen for øvrig ikke gjennomføres som planlagt.

Børsen antar på dette grunnlag at aksjer som mottas etter første noteringsdag ikke utløser tilbudsplikt så fremt det enten er aksjer som utstedes som vederlag i Fusjonen eller er aksjer som utstedes i Emisjonen slik at Sector-fondene ikke øker eierandelen i NBH.

Avslutningsvis presiserer børsen at denne uttalelsen vil kunne gjøres offentlig.

8.2.5 Uttalelse om tilbudsplikt i forbindelse med generasjonsskifte (brev av 04.06.2010)

Det vises til brev 3. mai 2010 med anmodning om børsens vurdering av enkelte bestemmelser i vphl. kap. 6 om tilbudsplikt forbindelse med generasjonsskifte i eierstrukturen i Wilh. Wilhelmsen ASA.

Basert på det opplyste legger børsen til grunn følgende faktum:
Gjennom en omstrukturering av familien Wilhelmsens aksjeeie i Wilh. Wilhelmsen ASA ("WW ASA") gjennomført i 2007 ble alle stemmeberettigede A-aksjer og de stemmerettsløse B- aksjene i WW direkte og indirekte kontrollert av Morten Wilhelm Wilhelmsen ("MWW") overført til selskapet Tallyman AS ("Tallyman"). Tallyman eier i dag ca. 53% av de stemmeberettigede aksjene i WW. Det er opplyst at Tallymans primære virksomhet er å eie aksjer i WW. Tallyman har utstedt én stemmeberettiget aksje som eies av MWW. Øvrige aksjer i Tallyman er stemmerettsløse og eiet av andre selskaper knyttet til Wilhelmsen-familien.

Som ledd i et generasjonsskifte ønsker MWW å overdra den stemmeberettigede aksjen i Tallyman til sin sønn, Thomas Wilhelmsen ("TW"). Aksjen skal etter det opplyste overdras ved arv/ gave, men det er ikke gitt ytterligere informasjon om detaljene i transaksjonen.

I henvendelsen legges det til grunn at overdragelsen av den stemmeberettigede aksjen omfattes av unntaket i vphl. § 6-2 (1) nr. 1 og fritar TW fra tilbudsplikt utløst ved overdragelsen. Det bes imidlertid om børsens uttalelse om hvorvidt det vil kunne være aktuelt å pålegge tilbudsplikt etter vphl. § 6-2 (2). Videre ber De om børsens vurdering av om eventuelt senere ervert som øker stemmeandelen i WW utløser tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (2).

I forhold til etterfølgende ervert anføres at børsen tidligere har akseptert en omorganisering av Wilhelmsenfamiliens kontrollerende eierskap i WW som følge av den historisk kontroll familien har hatt over WW, at omorganiseringen har skjedd innenfor en

konsolidert gruppe og at omorganiseringene ikke har fremstått som forsøk på omgåelse av tilbudspliktreglene. Gjennom uttalelsene aksepterte børsen at Tallyman også kunne øke stemmeandelen uten å utløse tilbudsplikt iht. unntaket i vphl. 1997 § 4-6 (2). Det anføres at verken forarbeider eller tidligere vedtak berører spørsmålet om de aktuelle unntak videreføres når man gis unntak fra tilbudsplikt som følge av indirekte erverv gjennom arv/gave innen familien Wilhelmsen. Videre anføres det at markedet trolig oppfatter WW som familiekontrollert. Etter Deres vurdering tilsier dette samlet sett at det unntak som gjelder for familien Wilhelmsen bør gå i "arv" slik at det videreføres når TW overtar kontrollen i Tallyman.

Børsens vurdering:

Det følger av vphl. § 6-1 (1) at tilbudsplikt utløses av 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. Etter vphl. § 6-1 (2) omfattes også erverv av aksjer som representerer mer enn 50% av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i et selskap som nevnt i vphl. § 6-1 (1). I utgangspunktet vil derfor overdragelsen av den stemmeberettigede aksjen i Tallyman utløse tilbudsplikt på TWs hånd.

Det følger imidlertid av vphl. § 6-2 (1) nr. 1 at tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 ikke inntreffer ved erverv i form av arv eller gave. Børsen har lagt til grunn at ervervet skjer ved arv eller gave. Det følger da direkte av ordlyden i vphl. § 6-2 (1) nr. 1 at overdragelsen av den stemmeberettigede aksjen fra MWW til TW ikke utløser tilbudsplikt.

I forhold til eventuelt pålagt tilbudsplikt etter vphl. § 6-2 (2) understreker børsen at det kun er opplyst at transaksjonen skal skje gjennom "arv/gave". Børsen har derfor begrenset mulighet til å vurdere spørsmålet, men finner likevel å kunne komme med enkelte betraktninger. Etter bestemmelsen kan børsen "i særlige tilfeller pålegge tilbudsplikt ved erverv som nevnt i første ledd". Bestemmelsen er en videreføring av vphl. 1997 § 4-2 (3). Det fremgår av NOU 1996:2 s. 110 at bestemmelsen er ment å ramme "de klare omgåelsestilfeller" av tilbudsplikten. Det fremgår videre at et slikt pålegg må begrunnes i at de hensyn som unntar erverv fra tilbudsplikten ved arv eller gave ikke anses å være tilstede i det konkrete tilfellet. Departementet har tidligere antatt at erverv ved arv, gave eller skifte trolig bare unntaksvis vil kunne resultere i kontroll i større børsnoterte selskaper, jf. Ot.prp. nr. 53 (1988-89). Det at overdragelsen skjer fra far til sønn og innen en familie som har kontrollert WW over lang tid tilsier etter børsens vurdering at transaksjonen ikke burde rammes av bestemmelsen i vphl. § 6-2 (2), selv om aksjeposten som overføres er meget betydelig.

Det neste spørsmålet er om etterfølgende erverv som øker stemmeandelen vil utløse tilbudsplikt. Det fremgår av vphl. § 6-6 (2) at "[a]ksjeeier 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". Ordlyden rammer forutgående erverv i form av arv og gave. Bestemmelsen er en videreføring av vphl. § 4-6 (1). Det fremgår uttrykkelig av NOU 1996:2 s. 113 at dersom tilbudsplikten er overskredet ved erverv i form av arv, bør vedkommende aksjonær ha tilbudsplikt ved senere økninger i aksjeinnehavet. Det er opplagt at en motsatt regel ville uthule tilbudsplikten. Børsen kan ikke se at de anførte reelle hensyn, eller børsens tidligere uttalelser, som gjaldt i forhold til MWW og overføring innen en konsolidert gruppe, kan sette til side en klar lovbestemmelse og klare forarbeidsuttalelser. Børsen antar på denne bakgrunn at eventuelle etterfølgende erverv som TW eller konsoliderte parter foretar og som øker stemmeandelen i WW vil utløse tilbudsplikt.

8.2.6 Notert selskaps erverv av egne aksjer – tilbudsplikt (e-post av

24.08.2010)

Du stiller spørsmål om et notert selskaps erverv av egne aksjer som medfører konserndannelse vil utløse tilbudsplikt.

Børsen legger til grunn følgende faktum:

Holdco eier i underkant av 50 % av et børsnotert selskap – Børsco. Holdco omfattes av overgangsreglene for tilbudsplikt og vil således ikke kunne utløse tilbudsplikt ved erverv av flere aksjer i Børsco med mindre selskapet først selger seg under 40 % av aksjene i Børsco.

Børsco vurderer å kjøpe tilbake egne aksjer. Børsco vil ikke kunne stemme for disse aksjene. Dersom Børsco kjøper mer enn et par prosent av egne aksjer vil imidlertid Holdco eie over 50 % av stemmebærende aksjer, og det vil således skje en konserndannelse etter aksjelovens § 1-3.

Børsens vurdering:

Børsen er enig i at konserndannelsen medfører konsolidering etter vphl § 6-5, jf. § 2-5. Spørsmålet er om noen av partene får tilbudsplikt ved transaksjonen.

Utgangspunktet er at det er erververen som utløser tilbudsplikt, jf. ordlyden i vphl. § 6-1 "den som gjennom erverv blir eier" og NOU 1996:2 s. 118-119. Børsen er imidlertid enig i at Børsco ikke kan fremme tilbud på seg selv. Holdcos kan heller ikke utløse tilbudsplikt da innvanning ikke medfører tilbudsplikt for den som blir innvannet idet økt stemmevekt alene ikke er å anse som et "erverv". I tråd med praksis legger til børsen videre til grunn at konsolideringen i seg selv ikke utløser tilbudsplikt.

På denne bakgrunn er børsen av den oppfatning at Børscos erverv av egne aksjer ikke utløser tilbudsplikt.

Børsen legger for ordens skyld til at Børscos eventuelle senere erverv av egne aksjer vil måtte bedømmes på samme måte.

8.2.7 Grenland Group ASA – pliktig tilbud fra HVS Invest AS (e-post av 15. desember 2010)

Vi viser vår e-mail av 7. desember 2010 vedrørende vedtak truffet av Oslo Børs om at uttalelse om det pliktige tilbudet fra HVS Invest AS ikke skulle avgis av styret i Grenland Group ASA, jfr. verdipapirhandelloven (vphl.) 6-16 (4) og telefonsamtale i dag. Tilbudet og tilbudsdokumentet ble kontrollert og godkjent av Oslo Børs 8. desember 2010. Tilbudsperioden løper fra 9. desember 2010 til 6. januar 2011 kl. 17:30.

Etter verdipapirhandelloven (vphl.) 6-16 skal Grenland Group ASA offentliggjøre en uttalelse om tilbudet. Uttalelsen skal offentliggjøres senest én uke før tilbudsperiodens utløp.

Dersom det pliktige tilbudet er fremsatt av noen som er medlem av styret i Grenland Group ASA, eller er tilbudet fremsatt i forståelse med styret, avgjør Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, hvem som skal avgi uttalelsen.

Oslo har besluttet uttalelse om tilbudet fra HVS Invest AS etter vphl § 6-16 skal avgis av uavhengig sakkyndig på vegne av selskapet. Uavhengig sakkyndig må være faglig kompetent og ikke ha forretningsmessige relasjoner til tilbyder som gjør at det kan reises tvil om deres habilitet eller egeninteresse i tilbudet (for eksempel resultatbasert honorar). Det skal opplyses om denne beslutningen i uttalelsen om tilbudet. Hvilke forhold uttalelsen skal dekke er nærmere beskrevet i vphl § 6-16. Vi presiserer for

ordens skyld at selv om uttalelsen ikke avgis av styret skal den inneholde styremedlemmenes og daglig leders eventuelle standpunkt til tilbudet i egenskap av aksjeeiere i selskapet og evt. uttalelser fra ansatte. Det forutsettes at Grenland Group ASA er behjelpelig med å legge til rette for, innhente og videreformidle uttalelser fra ansatte.

Vi har fått opplyst at Grenland Group ASA ser for seg å engasjere verdipapirforetaket Arctic Securities ASA til å avgi uttalelsen. Oslo Børs har ikke innvending mot dette. Vi understreker at Arctic Securities ASA selv må vurdere sin uavhengighet og bekrefte denne ovenfor Oslo Børs. Vi ber om at Oslo Børs informeres når formelt engasjement er på plass med kontaktdetaljer for de ansvarlige personer hos Arctic Securities ASA.

Dersom Arctic Securities ASA har behov for å kontakte Oslo Børs kan Helen Rossvoll eller undertegnede kan kontaktes.

8.2.8 MAFA – uttalelse fra målselskapet om pliktig tilbud (brev av 08.11.2010)

Vi viser til uttalelse fra styret i Marine Farms ASA ("MAFA") offentliggjort 14.41 27. oktober 2010 om det pliktige tilbudet fra Morpol ASA ("Morpol") med tittel: OPINION OF THE BOARD OF DIRECTORS OF MARINE FARMS ASA Mandatory offer by Morpol ASA to acquire all shares in Marine Farms ASA.

Det pliktige tilbudet fra Morpol var fremsatt i tilbudsdokument datert 5. oktober 2010. Tilbudsprisen var NOK 18,50 per aksje og akseptperioden var fra 6. oktober til 3. november kl. 17:30.

Etter verdipapirhandelloven (vphl.) § 6-16 skal målselskapet offentliggjøre, senest en uke før utløpet av tilbudsperioden, en uttalelse om det pliktige tilbudet. Hvilke forhold uttalelsen skal adressere er nærmere angi i lovbestemmelsen. I utgangspunktet skal uttalelsen avgis av styret i målselskapet. Dersom tilbudet er fremmet av noen som er medlem av styret eller i forståelse med styret avgjør Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, hvem som skal avgi uttalelsen på vegne av selskapet.

I forhold til det pliktige tilbudet fra Morpol hadde Oslo Børs besluttet at uttalelsen om tilbudet på vegne av MAFA skulle avgis av det ene styremedlemmet i MAFA som ikke har en klar tilknytning til Morpol. Denne løsningen var først foreslått av MAFA selv ved advokatfirma Selmer. Oslo Børs hadde videre besluttet at forutsetningen for at denne ene personen kunne avgi uttalelsen var at det innhentes en uavhengig verddivurdering av MAFA og at det som fremkommer av verddivurderingen reflekteres i uttalelsen.

Uttalelsen av 27. oktober er avgitt av styret i MAFA og ikke av den person som var angitt i beslutningen fra Oslo Børs. Vi bemerker for ordens skyld at det ikke spiller noen rolle at deltakelse fra ett styremedlem ikke er tilstrekkelig for at styret i MAFA selskapsrettslig kan treffe styrebeslutning. Avgjørelsen fra Oslo Børs var at en angitt person skulle avgi uttalelsen på vegne av selskapet.

Uttalelsen av 27. oktober innholder ingen henvisninger til ekstern verddivurdering. I vår kontakt med MAFA har vi fått bekreftet at slik vurdering ikke forelå på dette tidspunkt. 20:41 31. oktober 2010 offentliggjorde MAFA at styret hadde mottatt en fairness opinion fra RS Platou markets AS. I meldingen fra MAFA opplyses at konklusjonen i vurderingen er at det pliktige tilbudet er "fair" for MAFA aksjonærene fra et finansielt ståsted og at den basert på forutsetninger, kvalifikasjoner, faktorer og begrensninger som fremgår av selve vurderingen avgitt til styret. ("...the Board has received a fairness opinion from RS Platou Markets AS dated 31 October 2010, which concludes that the Offer is fair to the shareholders of Marine Farms ASA from a financial point of view. The fairness opinion is

based upon and subject to the assumptions, considerations, qualifications, factors and limitations set forth therein.”). Når Oslo Børs beslutter at verdivurdering skal innhentes og reflekteres i uttalelsen er det fordi at personene som skal avgis uttalelsen skal ha denne som grunnlag for sine vurderinger og at aksjonærene gis et bedre grunnlag for å vurdere den uttalelsen som avgis.

Uttalelsen av 27. oktober ikke avgitt i overensstemmelse med den beslutning Oslo Børs fattet da den er avgitt av styret i MAFA og ikke av den person som ble utpekt og det er ikke innhentet uavhengig verdivurdering som forutsett. Oslo Børs er ikke blitt kontaktet av selskapet med sikte på å vurdere andre alternativer.

Dersom dere skulle ha synspunkter eller kommentarer til overfornevnte ber vi om at Oslo Børs kontaktes innen 10. november 2010.

Oslo Børs vil vurdere evt. egnet reaksjon på denne overtredelsen av (vphl.) § 6-16, jfr. vphl. § 17-1.

8.3 Frivillig tilbud

8.3.1 Kritikk i forbindelse med begrenset bud på aksjene i Global Tender Barges ASA (e-post av 22.03.2010 til Argo Securities ASA)

Det vises til børsmelding offentliggjort 8. mars 2010 kl. 17.36 som lød.

THE OFFER:

Argo Securities AS (Argo) has received a purchase order for and is hereby accordingly offering, on behalf of a currently unnamed client (the Offeror), to acquire in total a minimum of 67,119,812 shares in Global Tender Barges ASA (GTB), representing 50.01% of the total share capital. The maximum amount of shares that will be acquired is 67,200,000 shares.

The price offered is NOK 5.0 per share. The offer is conditional upon the announced election of a new board to be concluded by 25 March 2010 and the execution of the announced payment of NOK 3.5 dividend per share. The Offer is subject to no new equity issues in GTB being proposed or announced prior to and including the announced GM to be held by 25 March 2010.

COMPENSATION:

The GTB shareholders shall receive NOK 3.5 per share paid as ordinary dividend asap after the General Meeting 25 March, in line with the current GTB board proposal. On the same date as the dividend payment, the remainder bid price of NOK 1.5 per share will be settled by transfer of a convertible bond. The bond has a 4% interest, strike price 105 and expires on 30 July 2010. The bond issuer is a Norwegian E&P company, prequalified by the Norwegian Petroleum Directorate, and with an Enterprise Value of approximately USD 100 million.

The NOK 101 million convertible bond may be converted into an aggregate 20% holding of the total equity in the above mentioned Norwegian E&P company.

Shareholders in GTB with a total ownership of shares totaling EUR 50,000 or less may choose to receive the full NOK 5.0 per share payment in cash instead of the offered convertible bond, in accordance with current legislation.

The Offeror will compensate sellers on a kroner-by-kroner basis if the Client (or related parties) purchases additional shares in GTB at a higher price within 6 months from the

date of this announcement.

CONDITIONS:

The offer is conditional upon Argo receiving acceptances for purchase of the minimum amount shares referred to above. The offer to buy shares is in effect immediately and will remain in effect until closed by Argo with no further notice or announcements, however no later than 17.30 on Tuesday 9 March 2010.

If Argo receives acceptances from shareholders to sell more than the maximum amount of shares, Argo may reduce or reject offers at its discretion. In such an event shareholders will be ranked according to the size and time of their acceptance.

The Offeror has informed Argo that if the minimum amount of shares is successfully acquired, the Offeror intends to put forward a subsequent mandatory offer for all outstanding shares of GTB within four weeks of having triggered the legal obligation to present a mandatory offer for all outstanding shares in GTB.

The transaction will only be completed following fulfillment/compliance with the above conditions, unless these are waived by the Offeror, in whole or in part, and at its sole discretion.

Børsen viser videre til redegjørelsen fra Argo i e-post under.

Børsen har tidligere lagt til grunn at en børsmelding som inneholder tilbud om erverv av aksjer faller inn under definisjonen av frivillig tilbud i vphl. § 6-19 og dermed utløser krav om godkjenning av tilbudsdokument med et visst innhold, herunder tilbudsperiode på mellom 2 og 8 uker, se blant annet Vedtak og uttalelser 2005 s. 84 og 2006 s. 134. Børsen kan ikke at det er avgjørende om henvendelsen beskrives som en "ordre", da en slik henvendelse likefullt vil kunne utgjøre et "tilbud" etter vphl. kap. 6. Det er heller ikke avgjørende om henvendelsen til aksjonærene gjøres i en børsmelding eller gjennom samtidige henvendelser av samme innhold av på andre måter, eksempelvis gjennom meglerbordet. Det avgjørende er om henvendelsen innebærer at tilbudsplikt inntreffer hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det, med mindre unntaket i vphl. § 6-19 (2) kommer til anvendelse.

Børsen er sterkt kritisk til Argo Securities' opptreden gjennom nevnte børsmelding og kontakt med investorer i den anledning, da slik opptreden kan bidra til å undergrave tilbudsreglens effekt og tillitt. Børsen ber om at Argo Securities' i fremtiden avstår fra å formidle slike bud til markedet eller grupper av aksjonærer og innretter seg etter tilbudsreglene i vphl. kap. 6. Saken avsluttes med dette fra børsen side, men det opplyses om at børsens uttalelse i denne sak vil kunne gjøres offentlig tilgjengelig.

8.3.2 PROD: styret anbefaler budet fra BWO (e-post av 22.09.2010)

Det vises til din e-post nedenfor på vegne av PROD som svarer på børsens e-post av 17. september hvor vi under henvisning til vphl § 6-16 fjerde ledd antyder at vi vil kreve at det gis en uavhengig uttalelse om det reviderte oppkjøpstilbudet fra BWO. Børsen etterspurte imidlertid mer informasjon for å få klarhet i fakta noe som hovedsakelig er gitt i din e-post av i går ettermiddag.

Bakgrunnen i saken er at BWO fremsatte et frivillig tilbud på PROD 29. juli. Den opprinnelige tilbudsprisen besto av et kontantvederlag på NOK 2 samt 1.2 vederlagsaksjer i BWO for hver aksje i PROD. Styret i PROD offentliggjorde 16. august en uttalelse i henhold til § 6-16 (1) og § 6-19 (1) hvor de anbefalte aksjonærene ikke å akseptere tilbudet, fordi tilbudet fra et økonomisk perspektiv ikke var godt nok. Det er informert om at styrets uttalelse baserte seg på to "fairness opinions" fra henholdsvis

Pareto og First.

Børsens forståelse er at PROD og BWO deretter den 13. september - etter et par dagers forhandlinger - kom til enighet om at BWO skulle forhøye vederlaget i budet under forutsetning av at BWO og PROD inngikk en såkalt "Combination Agreement" eller "Transaction Agreement". Slik avtale ble inngått mellom BWO og PROD 15. september. Samme dag vedtok styret i PROD at de ville anbefale budet. Styret i PROD offentligjorde anbefalingen av budet i en børsmelding 16. september. BWO forhøyet samme dag vederlaget i budet til et kontantvederlag på NOK 3. Aksjevederlaget forble imidlertid uendret, men det er opplyst i PRODs anbefaling av 16. september at styret anser aksjevederlaget for å være av høyere verdi for aksjonærene i PROD enn opprinnelig vurdert på bakgrunn av utviklingen i BWO, herunder BWOs salg av APL Plc. Det er videre opplyst i meldingen at styret i PROD har basert sin anbefaling på to nye fairness opinions mottatt fra henholdsvis First og Parto datert 15. september.

PROD bestrider at styrets uttalelse om budet av 16. september er gitt i henhold til § 6-16 fordi PROD hevder at bestemmelsen ikke kommer til anvendelsen i det foreliggende tilfelle. Begrunnelsen som anføres er at det ikke foreligger et nytt bud fordi det er tatt forbehold i tilbudsdocumentet om at tilbudsprisen kan bli forhøyet og tilbudsperioden forlenget. Siden det ikke er et nytt bud så utløses i følge PROD heller ikke krav om ny styreuttalelse iht § 6-16 (1), jf § 6-19 (1). PROD har subsidiært, for det tilfelle at børsen skulle komme til at § 6-16 kommer til anvendelse, anført at kravet til "i forståelse med" som oppstilles i § 6-16 (4) ikke er tilfredsstilt i denne saken.

Den foreliggende situasjonen er spesiell med tanke på at tilbudet som et utgangspunkt startet som et fiendtlig oppkjøp, men har endret karakter på en slik måte at styret i målselskapet har endret oppfatning og funnet å kunne anbefale budet de opprinnelig frarådet aksjonærene å godta. Børsen kan ikke umiddelbart komme på eksempler på lignende situasjoner hvor spørsmål om forståelsen av § 6-16 har kommet på spissen, herunder finnes det ikke eksempler på det i børsens praksis. Verken forarbeidene eller litteratur gir noe veiledning om hvordan vphl § 6-16 må forstås i en slik situasjon.

Som et utgangspunkt kan imidlertid ikke børsen se at ordlyden i vphl. § 6-16 begrenser anvendelsesområdet for bestemmelsen til de tilfellene hvor det fremsettes et "nytt tilbud" i henhold til tilbudspliktreglene. Videre tilsier reelle hensyn at styret i målselskapet i en situasjon som den foreliggende må komme ned en ny, eller revidert, uttalelse om tilbudet. Vphl § 6-16 bygger på en antagelse om at aksjonærene vil ha behov for styrets vurdering av tilbudet før de tar stilling til det, og at det er styret som er nærmest til å foreta en slik vurdering. Bestemmelsens formål er altså å ivareta aksjonærenes interesser. Dette hensynet kan sies å veie særlig tung i denne saken hvor styret underveis i en budprosess endrer oppfatning fra et ytterpunkt til det andre. I en slik situasjon må etter børsens syn vphl § 6-16 komme til anvendelse og pålegge styret en plikt til å komme med en ny uttalelse eller revidere den uttalelsen styret allerede har avgitt.

På bakgrunn av at børsen mener § 6-16 kommer til anvendelse oppstår spørsmål om tilbud i denne saken kan sies å være avgitt "i forståelse med styret" slik at vilkåret for å kunne kreve at det avgis en uavhengig uttalelse er tilstede. Heller ikke her er forarbeidene særlig meddelsomme, men bestemmelsen synes å sikte til inhabilitetslignende situasjoner, jf NOU 1996: 2 s. 125-126. Kommentartutgaven til verdipapirhandelloven legger til grunn at et tilbud vil være avgitt "i forståelse med styret" når styret som sådan har gitt uttrykk for støtte til at tilbudet gjennomføres, for eksempel gjennom styrevedtak eller forhandlinger med tilbyder om sammenslåing, jf side 381.

Det er i den foreliggende saken inngått en transaksjonsavtale. Børsen er enig i at

tilstedeværelse av en transaksjonsavtale alene automatisk ikke vil utløse krav om tredjepartsuttalelse. Det har heller ikke vært børsens standpunkt i denne saken eller i tidligere praksis. Etter det opplyste er styret i PROD for det første i forhandlinger med tilbyder om en sammenslåing av selskapene. Videre var det som nevnt ovenfor satt som en betingelse av BWO for å heve vederlaget i budet og forlenge budfristen, at PROD vedtok å anbefale budet og gikk ut med en slik anbefaling til markedet. Det er disse forholdene børsen vektlegger. Det er opplyst i din e-post at styret kan trekke eller endre sin anbefaling dersom det kommer et høyere bud, hvis det skjer vesentlige endringer i BWO eller dersom styrets rettslige plikter tilsier at de må det. Disse forholdene kan imidlertid etter børsens oppfatning ikke endre det utgangspunktet at det reviderte budet etter omstendighetene må vurderes til å være fremsatt i forståelse med styret.

På denne bakgrunn opprettholder vi vår vurdering om at den transaksjonsavtalen som er inngått mellom PROD og BWO sammenholdt med PRODs vedtak om å anbefale budet og forhandlinger om å slå sammen selskapene utgjør en forståelse om fremsettelse tilbudet og at vilkåret for å be om en uavhengig uttalelse i henhold til § 6-16 (4) dermed er tilstede.

Spørsmålet er således om børsen i den foreliggende saken vil be om en slik uavhengig uttalelse. NOU 1991:25 side 89 sier om dette:

“Oslo Børs vil kunne vurdere om det er behov for uttalelse fra andre... Oslo Børs står fritt til å velge hvem som skal avgi uttalelse. Formålet med bestemmelsen vil være å fremskaffe et kompetent uavhengig råd som grunnlag for aksjonærenes beslutning. Oslo Børs må således utpeke noen hvis habilitet det ikke vil være tvil om. Videre må vedkommende være kvalifisert til å vurdere de ulike relevante sider av et tilbud. Advokatfirmaer, revisjonsselskaper, fondsmeglerforetak eller andre lignende rådgivere vil normalt kunne avgi den aktuelle uttalelse.”

8.3.3 Voluntary offer of outstanding shares in Intex Resources ASA (brev av 14.10.2010)

1 Introduction

In a letter to Oslo Børs dated 8 October 2010 Lybica Holding B.V. (“Lybica”) argues that it is not obliged to put forward a voluntary offer for the outstanding shares in Intex Resources ASA (“ITX”) as notified to the market in an announcement of 14 September 2010.

Based on the reasons described below Oslo Børs is of the view that Lybica must proceed to launch the offer for the outstanding shares of ITX as announced 14 September 2010. In the event that the offeror does not immediately resume its preparations to launch such an offer, inter alia by submitting a revised second draft of the offer document, Oslo Børs will consider preparing a formal notification of possible cumulative daily fine until an offer is launched.

2 Background

On 14 September 2010, Lybica announced its intention to make a voluntary bid for the outstanding shares in ITX stating inter alia that:

“. . . Lybica furthermore announces its intention to make a voluntary offer (the "Offer") for all of the shares of Intex Resources not currently owned by Lybica at the Offer price of NOK 3.90 per share, subject to the Oslo Stock Exchange's approval of the Offer. The complete details of the Offer, including all terms and conditions, will be contained in an Offer Document to be sent to Intex Resources' shareholders following review and

approval by the Oslo Stock Exchange pursuant to Chapter 6 of the Norwegian Securities Trading Act. . . ”

In addition to the above the announcement contains detailed information about the voluntary offer, such as the price offered, the conditions precedent for the offer which Lybica plans to include in the offer document and which advisors Lybica has engaged in relation to the offer.

On 19 September 2010, Oslo Børs received the draft offer document. However, following submission of Oslo Børs’ comments to the first draft offer document, Oslo Børs was informed by Lybica’s financial advisor First Securities AS that the offer document was “on hold” due to recent developments. In an e-mail dated 28 September 2010 Oslo Børs sent a reminder of the requirement to put forward an offer within reasonable time. Oslo Børs did not receive a response to this reminder. Accordingly, in a letter dated 7 October 2010 Oslo Børs requested information on Lybica’s intention to proceed with the announced voluntary offer.

In a letter dated 8 October Lybica argues that it in its announcement of 14 September only notified the market of its intention and not decision to launch a voluntary offer. Accordingly, and with reference to the wording of Section 6-19 third and fourth subsection of the Norwegian Securities Trading Act (“STA”), which states that a voluntary bid shall be launched within a reasonable period after a decision to launch the bid is made, Lybica claims that it is not obliged to make an offer. Lybica’s main argument for not being bound by the announcement is that the use of the word “intention” in the announcement makes it clear that Lybica may choose not to put forward the offer. Lybica points out that due to recent developments since the announcement was made, the basis for its intention to launch the offer has changed, including that the current share price is higher than the offer price and that the board of directors in the target company has made an announcement indicating that it will not support the offer. Lybica believes that these facts supports the unlikeness of receiving the acceptance condition of 50.1% set out in the announcement.

3 Oslo Børs’ assessment

The legal consequence of issuing a notification that one intends to make an offer subject to Oslo Børs’ approval is not directly solved in the wording of Section 6-19. Further, this question is not discussed in the preparatory work to Section 6-19, cf. inter alia NOU 2005:17 pages 83-84. However, part of Section 6-19 is equivalent to Section 6-8, which regulates notifications regarding intentions to make a mandatory offer. Accordingly, statements in the preparatory work to the takeover rules concerning section 6-8 must be assumed to be relevant also for the interpretation of Section 6-19 of STA. In the preparatory work to the Norwegian takeovers rules (NOU 1996:2 page 1221) commenting on notification of a mandatory offer it is inter alia stated:

“If an offer is not made in accordance with the notification, the committee assumes that the exchange normally will use the available sanctions in order to force an offer to be put forward. The committee refers to the fact that a notification of an offer to a certain extent may be regarded as a third party promise giving the other shareholders a reasonable expectation that they will receive the right to sell their shares. Further the market will absorb the content of the notification, with the effects that may have on the share price. Accordingly, in the opinion of the committee the offeror shall not be able to withdraw after notification is given that an offer will be made.” [An office translation]

Accordingly it follows from general principles of Norwegian contract law that the legal implications of a notification regarding an intention to launch a bid will depend on the

content of such notification, and the reasonable expectations it creates in the market and among the shareholders to whom the offer will be made. This will also form the basis for the assessment made by Oslo Børs when, in the capacity of being the takeover supervisory authority, decides on whether the offeror is committed to put forward an offer in line with its announcement.

It is Oslo Børs' opinion that Lybica on 14 September 2010 notified the market of its firm intention to launch a voluntary offer of the outstanding shares of ITX at the offer price of NOK 3.90 per share, subject to Oslo Børs' approval of the Offer. Oslo Børs fails to see how the use of the word "intention" can be interpreted as a reservation to the effect that the offeror may in its sole discretion decide not to put forward the announced offer. The word "intention" must in Oslo Børs' view in this context be translated with the Norwegian word "hensikt" which refers to an act someone will carry out.

Further, the notification does not contain any warning or disclaimer to the effect that the announcement does not refer to a firm intention to make the offer and, accordingly, that there can be uncertainty related to whether the offer will be made. According to the announcement, the only condition for the launching of the offer is the approval of Oslo Børs of the offer and the offer document. Further, the notification does not give rise to any expectation of a follow-up announcement to be made on whether or not an offer will be made; the notification solely refers to further details on conditions etc. to be included in an offer document to be sent to ITX's shareholders following review and approval by Oslo Børs. The statement included in the notice saying that the notification itself does not constitute an offer seem to be linked to the fact that offers to shareholders may be restricted in certain jurisdiction, and is, in the opinion of Oslo Børs, under any circumstance irrelevant with regard to the assessment of whether the notification constitutes an obligation for Lybica to launch an offer as announced.

Lybica has in the announcement presented certain conditions which Lybica plans to include in the offer document. These are conditions for the successful completion of the offer. Thus, the obligation to launch the offer is not dependent on whether the offeror considers it likely that the conditions will or will not be satisfied. Oslo Børs may view this differently if it is clear that one of the announced conditions for completion of the offer will not be satisfied already before formal launch of the offer and the offer document, cf. Seabird Exploration Limited withdrawing its offer on Global Geo Services ASA due to circumstances in the target company further described in Oslo Børs' Decision and Statements 2006 page 36 (material adverse change). A similar approach was taken with regard to Fugro N.V.'s ("Fugro") offer on shares of Exploration Resources ASA which inter alia was expressed to be subject to acceptance by more than 90%. Following the notification of Fugro's intention to launch a bid, another company announced that it had acquired 60% of the outstanding shares in the target company and that a mandatory bid was to be launched at a price significantly higher than the price offered by Fugro.

The assessment of whether it is clear that one of the conditions for the offer will not be satisfied must be conducted on a case-by-case basis. In general, Oslo Børs fails to see that a an increase in the traded share price to a level higher than the announced offer price and/or a negative statement regarding the offer may constitute a lawful reason to withdraw a notified offer with reference to a condition of the offer for a certain acceptance level, taking into account that the share price may change from day to day and that shareholders may choose to accept the offer irrespective of the board of director's view.

Finally, Oslo Børs draws attention to the fact that misleading notices to the market regarding launch of a bid may constitute market manipulation, cf. STA section 3-8.

8.3.4 Notice letter to Lybica Holding BV – re Intex Resources ASA (e-post av 11.11.2010)

Further to your letter of today.

As notified in our letter of 2 November 2010 Lybica is overdue on its obligation to launch the offer as announced.

You state in your letter of today that Lybica will make an announcement if you decided to not launch the offer.

Given the events that have occurred Lybica has two alternatives:

1. Launch the offer as announced
2. Decide not to launch the offer due to the events that have occurred and publicly announce so.

If Lybica elect to pursue alternative 2 we can consider if we are of the view that Lybica due to the events mentioned in your letter are entitled to do so.

Given that Lybica is very much overdue on its obligations to launch the offer as announced Lybica must make a decision on this promptly.

8.4 Unntak fra tilbudsplikt

8.4.1 Dispensasjon fra tilbudsplikt (brev av 04.05.2010)

Det vises til brev datert 5. mars 2010 og senere kommunikasjon.

Orkla ASA (Orkla) søker om dispensasjon fra reglene om tilbudsplikt for å kunne foreta en konsernintern overføring av en større aksjepost i Renewable Energi Corporation ASA (REC). På bakgrunn av det opplyste legger børsen til grunn følgende:

Orkla eier ca. 16,28 % av aksjene i REC, og Orklas heleide datterselskap Elkem AS (Elkem) eier ca. 23,45% av aksjene i REC, samlet ca. 39,73% av aksjene i REC. Elkem ervervet i hovedsak sin forholdsmessige andel i REC i 2004, forut for børsnoteringen av REC (2006), og denne eierandelen er opprettholdt, men aldri økt, i senere kapitalutvidelser. Elkem ble heleiet datterselskap av Orkla i 2005. Orklas REC-aksjer er i hovedsak ervervet i løpet av 2006-2007, etter børsnoteringen av REC, herunder ved emisjonen i 2009 hvor Orkla for øvrig ble utvannet. Orkla-konsernets samlede aksjepost i REC ble ervervet før tilbudspliktgrensen ble senket til 1/3.

Orkla vurderer å samle eierskapet til konsernets REC-aksjer i morselskapet Orkla. Dette er tenkt gjennomført ved at Elkem selger sine REC-aksjer til Orkla til markedspris. Transaksjonen begrunnes med at det anses mest hensiktsmessig at eierskapet til REC-investeringen er samlet i morselskapet.

Børsen viser til at Orkla og Elkem utgjør en konsolidert gruppe etter vphl. § 6-5, jf. § 2-5 nr. 3. Orklas erverv av Elkems REC-aksjer vil i utgangspunktet utløse tilbudsplikt ved passering av 40 % terskelen, jf. § 6-6 (1) og etter reglene om etterfølgende erverv, jf. vphl. § 6-6 (2) og § 18-2 (3) nr. 1. Børsen kan i "særlige tilfelle" gi dispensasjon fra tilbudsplikt ved overføringer innen konsolidert gruppe, jf. vphl. § 6-2 (3). Lovgivers formål med unntakshjemmelen fremgår av NOU 2005:17 side 27, jf. Ot prp nr 34 (2006-2007) side 368, der det heter at tilbudspliktreglene ikke bør forhindre hensiktsmessig restrukturering av selskaper, men at unntaksreglene ikke må innebære en uthuling av tilbudsplikten. Hovedformålet med unntaksbestemmelsen har vært å kodifisere børsens tolkningspraksis etter tidligere lov som har unntatt overdragelser innenfor konsern mellom heleide selskaper. Mer generelt heter det at skjønnsstemaet vil være om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i forarbeidene i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Børsen viser til at transaksjonen skjer til morselskapet fra heleid datterselskap. Børsen kan ikke se at transaksjonen medfører et kontrollskifte. På denne bakgrunn innvilger børsen unntak fra tilbudsplikt etter vphl. § 6-2 tredje ledd.

Dette vedtaket vil bli offentliggjort etter avtale, men senest samtidig med at transaksjonen gjennomføres.

8.4.2 Belships ASA – Dispensasjon fra tilbudsplikt (brev av 15.07.2010)

Det vises til brev datert 11. juni 2010 og annen forutgående korrespondanse.

Sonata AS ("**Sonata**") søker om dispensasjon fra tilbudsplikt ved erverv av aksjer i Belships ASA ("**Belships**") fra de heleide datterselskapene Rederiaktiebolaget Dalen ("**Dalen**") og Concensio AS ("**Consensio**"), jf. vphl § 6-2 tredje ledd.

På bakgrunn av det opplyste legger børsen til grunn følgende:

Familien Tidemand har i dag en eierandel i Belships tilsvarende 53, 58 %. Familiens eierskap har i hovedsak blitt utøvet av holdingselskapet Sonata. Sonata eies 90 % av holdingselskapet Tidships AS ("**Tidships**"). Tidships eies 43, 5 % av Kits AS som igjen er 100 % eiet av Sverre J. Tidemand.

Tidships-konsernet eier til sammen 50,94 % av de utestående aksjene i Belships, hvorav 0, 46 % eies gjennom Tidships, 35,24 % eies gjennom Sonata og de resterende er fordelt mellom Sonatas datterselskaper Atlanta A/S (0,49 %), Consensio (4,26 %) og Dalen (10,48 %). I forbindelse med et skifteoppgjør skal det gjøres en selskapsmessig omstrukturering som involverer en fisjon av selskapene Tidships og Sonata, slik at kun aksjer i et fisjonert Sonata samt 113 897 aksjer i Belships (om lag 0,46 %) blir liggende igjen i Tidships. I holdingselskapet Sonata blir det kun liggende igjen aksjer i Belships og Atlanta A/S samt et større kontantbeløp. I forkant av de nevnte fisjoner er det ønskelig å overføre Belships-aksjene i Dalen og Consensio til Sonata. Transaksjonene vil bli gjennomført til børskurs. Overføring av aksjene er begrunnet med et ønske om en ryddigere og mer hensiktsmessig eierstruktur i selskapet, samt at dette vil forenkle gjennomføringen av omstruktureringen.

For ordens skyld nevnes at økt faktisk kontroll for aksjonær som følge av fisjonene i Sonata og Tidships der disse er overdragende selskaper, ikke vurderes som et indirekte "erverv" av aksjer i Belships etter vphl. § 6-1 annet ledd, og utløser følgelig ikke tilbudsplikt i nærværende tilfellet. Det vises til tidligere korrespondanse mellom søker og Oslo Børs om dette. Børsens vurdering i det følgende relaterer seg til den forutgående overdragelsen av aksjer fra de heleide datterselskapene Dalen og Concensio til Sonata.

Børsen viser til at Sonata i dag eier 35,24 % av aksjene i Belships, og at ethvert etterfølgende erverv av Belships-aksjer i utgangspunktet vil utløse tilbudsplikt, jf. vphl. § 6-6 annet ledd og overgangsreglene i vphl. § 18-2 tredje ledd nr 1. Samtidig vil erverv fra datterselskapene innebære at Sonata alene passerer tilbudspliktsgrensen på 40 %, jf. vphl. § 6-6 første ledd. Børsen kan i "*særlige tilfelle*" gi dispensasjon fra tilbudsplikt ved overføringer innen konsolidert gruppe, jf. vphl. § 6-2 tredje ledd. Lovgivers formål med unntakshjemmen fremgår av NOU 2005:17 side 26-27, jf. Ot prp nr 34 (2006-2007) side 368, der det heter at tilbudspliktsreglene ikke bør forhindre hensiktsmessig restrukturering av selskaper. Det fremheves samtidig at unntaksreglene ikke må innebære en uthuling av tilbudsplikten. Unntaksbestemmelsen i vphl. § 6-2 tredje ledd kodifiserer børsens tolkningspraksis etter tidligere lov som har unntatt overdragelser innenfor konsern mellom heleide selskaper. Etter forarbeidene vil skjønnetemaet være

om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Børsen viser til at de to transaksjonene skjer til morselskap fra heleide datterselskaper, og at transaksjonene ikke vil innebære noen endringer i Sonata-konsernets og Tidships-konsernets innflytelse i Belships. Børsen kan dermed ikke se at transaksjonene medfører et kontrollskifte. På denne bakgrunn innvilger børsen unntak fra tilbudsplikt etter vphl. § 6-2 tredje ledd.

Børsen presiser for ordens skyld at ytterligere erverv fra Sonata eller Sonatas nærstående vil utløse tilbudsplikt etter reglene om etterfølgende erverv, jf. vphl. § 6-6 annet ledd.

Dette vedtaket vil bli offentliggjort etter avtale, men senest samtidig med at transaksjonen gjennomføres.

8.4.3 Application for exemption from the mandatory offer obligation in respect of acquisition of shares from a related party (brev av 25.08.2010)

We refer to your letter of 23 July 2010, where you on behalf of BW Offshore Cyprus Ltd. ("BW Offshore Cyprus") apply for an exemption from the mandatory bid obligation in connection with a transaction in shares in Nexus Floating Production Ltd. ("Nexus"), a company listed on Oslo Axess.

Based on the description set out in your letter, we understand the transaction as follows: The company APL (Advanced Production & Loading) PLC ("APL") currently owns 9 474 800 shares in Nexus, corresponding to 49,74% of the total number of issued and outstanding shares. APL is a wholly-owned subsidiary of BW Offshore Cyprus, which indirectly is a wholly-owned subsidiary of BW Offshore Ltd ("BW Offshore"), a company listed on Oslo Børs.

In relation to a restructuring of BW Offshore and its subsidiaries where the activities of APL will be separated in different sub-groups under BW Offshore, it is envisaged that the 9 474 800 shares in Nexus will be transferred from APL to APL's immediate parent company, BW Offshore Cyprus. Accordingly, subsequent to the share transfer, the shares in Nexus will still be held by a wholly-owned subsidiary of BW Offshore. BW Offshore does not plan to divest any shares in BW Offshore Cyprus.

The consideration of Oslo Børs:

The transfer of the shares in Nexus from APL to BW Offshore Cyprus will trigger the obligation to launch a mandatory offer pursuant to section 6-1 (1) of the Securities Trading Act (STA), cf. STA section 6-1 (6). According to STA section 6-2 (3), Oslo Børs may in "special cases" make exemptions from the mandatory bid obligation in the case of acquisition by someone with whom the acquirer is consolidated pursuant to section 6-5, cf. section 6-1 subsection (6). The STA does not state further which cases that may be seen as "special cases". However, the preparatory work for the STA gives some guidance to the matter, cf. NOU 2005: 17 page 27 and Odelsting Proposition (white paper) No 34 (2006-2007) page 367 et seq. In general, the preparatory work states that the rules regarding the mandatory bid obligation should not prevent practical restructuring within corporations.

Further, it is expressed concern that exemptions may undermine the mandatory bid obligation in connection with an isolated transaction of a chain of transactions. As regards transactions within a corporation, the preparatory work states that the mandatory bid obligation normally should not occur in connection with transactions of

shares to a wholly-owned subsidiary established for this purpose, cf. NOU 2005: 17 page 27. Oslo Børs opines that the same should apply to a transfer of shares to the immediate parent company from its wholly-owned subsidiary as such transaction will not represent a change of control in Nexus.

Accordingly, pursuant to the Securities Trading Act section 6-2 (3) Oslo Børs grants exemption from the mandatory bid obligation for the said transfer of 9 474 800 shares in Nexus from APL to BW Offshore Cyprus.

This decision will be made public on the Oslo Børs website no later than at closing of the transaction.

The decision may be appealed within two weeks to the Stock Exchange Appeals Committee in accordance with the Stock Exchange Act and the Stock Exchange Regulations.

9. INFORMASJONSDOKUMENT

Pressemelding 18. mars 2010:

Finansdepartementet har besluttet at prospektkontrollen som i dag ivaretas av Oslo Børs skal overføres til Finanstilsynet med virkning fra 1. mai 2010.

Oslo Børs har så langt ivaretatt den operative prospektkontrollen. Som et ledd i tilpasningen til det felleseuropeiske regelverket på verdipapirområdet vil prospektkontrollen fra 1. mai 2010 ivaretas av Finanstilsynet. Kontinuitet sikres blant annet ved at flere av medarbeiderne ved Oslo Børs følger med oppgavene over til Finanstilsynet.

Informasjon til utstedere, tilretteleggere og andre som utarbeider prospekt for godkjenning

Prospekter som skal kontrolleres og godkjennes skal fra og med 1. mai 2010 sendes direkte til Finanstilsynets e-postadresse: prospekter@finansstilsynet.no. Prospekter som allerede er innsendt og under behandling av Oslo Børs pr. 1. mai, vil automatisk bli overført og underlagt videre saksbehandling i Finanstilsynet.

Tilbudsdokumenter etter Verdipapirhandelloven kapittel 6 og informasjonsdokumenter etter børsens regler skal fortsatt sendes Oslo Børs for kontroll etter 1. mai 2010.

Oslo Børs vil gi ytterligere informasjon om overgangen og enkelte endringer i børsreglene i den forbindelse i et børssirkulære. Det vises også til informasjon fra Finanstilsynet.

Ytterligere opplysninger kan gis av:

Oslo Børs
Avdelingsleder Notering Lars J. Braarud, tlf 913 45 273

Finanstilsynet
Direktør for regnskaps- og revisortilsyn Anne Merethe Bellamy, tlf 908 78 449
Seksjonssjef for prospektkontroll Andreas B. Tørnquist, tlf 976 43 308

9.1.1 Oversikt over informasjonsdokument

SELSKAP	Dokument	DATO KONTROLLERT/ GODKJENT
Norse Energy Corp. ASA	Informasjonsdokument	27.01.2010
Wilh. Wilhelmsen ASA	Informasjonsdokument	15.03.2010
Yara International ASA	Informasjonsdokument	11.03.2010
Norsk Hydro ASA	Informasjonsdokument	02.06.2010
Eidsiva Rederi ASA	Informasjonsdokument	05.07.2010
Camillo Eitzen & Co. ASA	Informasjonsdokument	09.07.2010
GTB Invest ASA	Informasjonsdokument	01.09.2010
BW Offshore Limited	Informasjonsdokument	16.09.2010
Norwegian Property ASA	Informasjonsdokument	17.09.2010
Bjørge ASA	Informasjonsdokument	29.09.2010
Morpol ASA	Informasjonsdokument	14.10.2010
Tide ASA	Informasjonsdokument	20.12.2010

10. MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER

10.1 Nye medlemmer 2010

	OPPSTARTSDATO
GETCO Europe Ltd	04.06.2010

10.2 Medlemmer som har avsluttet medlemskapet ved oslo børs

	AVSLUTTET MEDLEMSSKAP
All Options Int.	01.11.2010
First Securities (rentemedlemskap)	01.01.2010
JP Morgan Cazenove LTD	01.05.2010
NRP Securities	01.02.2010
Sparebank1 Nord-Norge	12.04.2010
Sydbank A/S	12.04.2010

10.3 Medlemsregler/Handelsregler

10.3.1 New Member and Trading Rules for Oslo Børs, Oslo Axess and Oslo ABM

1 Introduction

This document, which is an appendix to Oslo Børs Circular No. 2/2010, provides a presentation of Oslo Børs' new Member and Trading Rules (the Rulebook), prepared in connection with Oslo Børs' implementation of TradElect as trading system for equities and fixed interest securities.¹

The draft Rulebook replaces in its entirety the Norex Member Rules (NMR), and shall come into force simultaneously with the launch of TradElect planned for 15 February 2010. The provisions regarding mandatory clearing of certain equity instruments will however enter into force from the moment an approved central counterparty commences clearing, planned for 30 April 2010.

The Rulebook applies equally to Oslo Børs and the regulated market Oslo Axess and

¹ Oslo Børs Member and Trading Rules.

comprises a complete set of rules on membership conditions and trading rules in relation to both trading in equities and fixed interest securities as further described below.

A separate Rulebook has been adopted for trading on the unregulated bond market Oslo ABM.² The content and structure of the Oslo ABM Rulebook is aligned with the Oslo Børs rulebook, and the issues set out in this document will apply correspondingly to Oslo ABM. However, in line with the present Oslo ABM trading rules, the new Rulebook contains certain additional provisions regarding inside information etc. since the relevant statutory rules are not applicable to trading on unregulated markets.

The Rulebook is in relation to layout and content based on the Rules of the London Stock Exchange, however the Exchange has sought to make the amendments required in order to accommodate the rules to Norwegian trading practices and legislation.

The Rulebook is prepared in an English version only.

In general, the Rulebook contains relevant legal provisions (the rights and obligations that the Exchange and the member firms are subject to) while descriptions of trading functionality available in TradElect can be found in supplementary documentation. Accordingly, 'Market Model – Oslo Børs Fixed Income' and 'Market Model - Oslo Børs Equities' will be attached as appendices to the Rulebook. These documents set out the more specific trading conditions and characteristics of the two respective markets. The market model documents will continuously be updated in order to ensure that they fully and accurately describe the operation of tradable instruments in the various sectors and segments of the Exchange's markets. The latest updated version of the market model documents will at any given time be published on our website.

Further, the Rulebook is supplemented by the membership agreement between the member firm and Oslo Børs. When signing the membership agreement, the member firms undertake to comply with the Rulebook. The membership agreement will also set out the governing law and legal venue and identify the type of membership granted, see section 2.2. below.

Oslo Børs will also consider producing explanatory documents (tabulars etc) to the rules, e.g. related to trade reporting obligations and deferred publication.

Please note that the OTC publication service for securities not listed on Oslo Børs or Oslo Axess presented in our current trade reporting guidelines will not be available after the implementation of TradElect.

A draft version of the Rulebook was distributed to interested parties for consultation 30 September 2009 (and for Oslo ABM on 5 November 2009) (the Consultation). Oslo Børs received responses from the following parties (the Respondents):

- Bank of America Merrill Lynch
- DnB NOR Markets
- Norwegian Securities Dealers Association
- SEB Enskilda
- VPS ASA

Based inter alia on the comments received, Oslo Børs has made a number of amendments of minor and major importance in the final version of the Rulebook. In

² Oslo ABM Member and Trading Rules.

order to make the rules more user friendly, a detailed table of contents has been added, and the Core Rules chapter has been restructured. The number of several of the provisions has therefore been amended. The rule series 4000 has been reserved for possible new rules regarding Market Makers.

For an overview of the amendments made, please refer to the track-changes version of the Rulebook attached to Oslo Børs' Circular No 2/2010. Major amendments are highlighted in the more detailed presentation of the Rulebook provided below.

2 Core Rules

2.1 Member identification

Each individual employee of a member firm (exchange trader) must no longer participate in a mandatory trading seminar or be authorised by Oslo Børs. This is in line with the Rules of the London Stock Exchange. The Exchange will however arrange trading seminars on which employees of member firms may participate on a voluntary basis.

However, the requirement that the identity of each individual trader shall be disclosed will continue to be in place. Disclosure of the trader identification is as a main rule done technically (the transfer of user information from the front office systems of the member firm to the Exchange's trading system). If the member firm can not arrange for such technical disclosure of identification it is proposed that the Exchange shall have the power to demand that the member firm immediately discloses the identity of the employee who is responsible for the placing of an order or execution of a trade, cf. Rule 1112.

2.2 Membership Oslo Børs, Oslo Axess, Oslo ABM

It is introduced one common membership requirement for trading at Oslo Børs and Oslo Axess. Consequently, the granting of membership at Oslo Børs automatically entails membership at Oslo Axess. It does not seem to be a separate need for membership at Oslo Axess.

Investment firms and other regulated entities, as further defined in the rules, may apply for four types of membership; Equity membership, fixed interest membership, full membership covering trading in both equities and fixed interest securities or limited membership.

The current practice with separate membership for Oslo ABM will however be continued.

2.3 Resignation of membership

Resignation of membership by a member firm is regulated by Rule 1030-1031.

In the Consultation draft Rulebook, the Exchange was provided with a discretionary power to postpone the resignation of a member firm's membership. Some Respondents questioned the need for such powers. Based on the feedback received, the Exchange has replaced the draft rules with a provision setting out that former member firms may be sanctioned for rule breaches conducted before the membership was terminated, cf Rule 1026. In addition, a former member firm will be bound by the rules as set out in Rule 1025.

2.4 Voice recording and record of documentation

In the Consultation, the Exchange proposed an obligation for all member firms to use voice recording equipment with respect to trading activities and to store the recordings for at least three years. The obligation is in compliance with Norwegian legislation, but caused concern among foreign member firms. Based on the responses received, the rules have been amended so that member firms will only be required to comply with voice recording obligations imposed in their country of registration, cf. Rule 1090.

The Rulebook expressly imposes a duty on the member firms to retain records of all Exchange trades entered into by the member firm which are subject to the rules, cf Rule 1070. The records shall be retained for a period of five years, cf. Section 9-11 seventh subsection of the Securities Trading Act and Article 25 (2) of MiFID.

2.5 Information requirements and the duty of confidentiality

Some of the Respondents pointed out that Oslo Børs' power to request information from member firms set out in the draft Rule 1210 was too extensive. For the sake of good order, Oslo Børs has clarified that the rules only grant Oslo Børs with equivalent powers as founded in law, cf. Section 26 seventh subsection of the Exchange Act, cf. Rule 1110 in the final version of the Rulebook. The Exchange's powers to interview individual employees of member firms caused concern among several Respondents and have been deleted.

We further emphasise that Oslo Børs' right to disclose information received from member firms applies only to the extent such disclosure will not imply a breach of Oslo Børs statutory duty of confidentiality, cf. Section 14 of the Exchange Act and Rule 1114.

New rules setting out a duty of confidentiality for the Exchange and the member firms have been added, cf. Rule 1105 and 1106. The rules are based on the corresponding rules in NMR together with the relevant provisions of the Exchange Act and the Securities Trading Act respectively.

2.6 Payment to Oslo Børs

The member firm's payment obligations to the Exchange are set out in rule 1200. For the sake of good order it is emphasised that the provision in rule 1300.3 ("other sums notified by the Exchange") is assumed only to cover claims for payments which the Exchange may demand in accordance with the rules, such as for example violation charges (overtredelsesgebyr) and daily fines (løpende mulkt).

Rule 1202 provides the Exchange with a power to require a direct debit mandate from member firms. The provision is in line with the Rules of the London Stock Exchange but caused concern among Respondents. The Exchange will only consider using the power in cases where this is necessary in order to obtain timely payment.

2.7 Suspension

The rules on suspension are set out in Rule 1500 to 1501. The rules are assumed to be in line with Section 25 of the Exchange Act.

In the consultation draft, Oslo Børs proposed to introduce a prohibition against on Exchange trading in suspended instruments. The Respondents were expressly invited to provide their comments at this point. Several respondents have objected to this proposal, stating that such rule may place member firms in a difficult position between its obligations under the Rulebook on the one hand and the principle of best execution for customers on the other. This applies particularly when suspended instruments are traded

on other trading venues. On this background, the respondents argued that the present regime, where suspended instruments are only prohibited from trading on the order book should be continued. After thorough review, Oslo Børs has determined to amend the final version of the rules in accordance with the views brought forward by the Respondents. It is however emphasised that under the new rules, on Exchange trades outside the order book in suspended instruments must be reported to the Exchange within the standard trade report deadlines, cf. Rule 3020.

2.8 Reg S traded securities

Some parts of the draft rules are not presently relevant for the members of Oslo Børs, but could be so in the relatively near future and are therefore proposed included in the rules already at this stage. This mainly applies to special regulations of Reg S traded securities.

2.9 Market data and Intellectual Property Rights etc.

Compared to the consultation draft, Oslo Børs has included new rules regarding market data and intellectual property rights, cf. the rules beginning with 1700. The new rules have been prepared in accordance with the corresponding provisions in the NMR.

Oslo Børs has also added certain provisions regarding technical requirements, cf. Rule 1400-1402. These rules are also based on the equivalent rules in NMR.

2.10 Liability Clause

Rule 1800 sets out the liability clause applicable to the Exchange and the member firms. The liability clause is based on the liability clause contained in NMR, with only some minor editorial amendments and amendments to cover central counterparty clearing.

Some Respondents argued that the Exchange's liability should be clarified. Oslo Børs has determined not to make material amendments in the existing liability clause now but will consider the need for clarifications at a later stage.

2.11 Amendments in the rules

In accordance with the consultation draft, the rules contain simplified amendment procedures compared to those applicable under NMR, cf. Rule 1900. The procedures correspond to the procedures set out in our issuer rules (Continuing Obligations etc.).

Some respondents pointed out that only amendments in statutory legislation or court judgements should entitle the Exchange to change the rules with immediate effect. It can however not be ruled out that immediate amendments may be required also in other cases, inter alia in cases where the rules contain provisions that are obviously incorrect.

3 Order Book Trading Rules

The order book trading rules mainly reflect the trading functionality available in TradElect. Please refer to the market model documents for further description.

Based on feedback from the Respondents, the Exchange has made certain simplifications with regard to the order routing and member authorised connection guidelines.

4 Off Order Book Trading Rules: Transaction Reporting obligations

4.1 On Exchange trading and OTC trading

Several respondents pointed out that the draft rules were unclear as to whether or not OTC trading in instruments admitted to trading on Oslo Børs and Oslo Axess were subject to mandatory trade reporting to the Exchange. Oslo Børs has clarified the rules at this point, cf. Rule 3000. The basic principles are described as follows:

Trading outside the order book in equities admitted to trading may be conducted on Exchange or OTC. If the parties agree that the trade should be on Exchange, they are required to report the trade as a manual trade in accordance with the Off Order Book Trading Rules. Such on Exchange trades are regulated by these rules. OTC trades, however, are not subject to these rules. The parties may nevertheless report an OTC trade to Oslo Børs as a manual trade.

Trading outside the order book in fixed interest securities admitted to trading is always to be considered as on Exchange and accordingly subject to the trade reporting requirements and other provisions of these rules.

For further details regarding the trade reporting obligations, please refer to the market model documents.

5 Settlement and Clearing Rules

5.1 Settlement Rules

The exchange settlement rules are set out in Rule 5000-5231. The rules are of a general nature, and refer to the more specific provisions in the rules of the relevant central securities depository (CSD). As set out in Rule 1020.1 of the Core Rules, all member firms must have a current and valid membership in a CSD where the instruments traded are settled or an agreement with a settlement agent with such membership providing for settlement of the member firm's on Exchange trades.

5.2 Clearing through a Central Counterparty

5.2.1 Introduction

As previously announced, Oslo Børs will introduce mandatory central counterparty clearing for all trades dealt in shares, equity certificates and exchange traded funds (ETFs) on Oslo Børs, and for all trades in shares on Oslo Axess, provided the trades are effected automatically on the Exchange's order book.

The financial instruments which at any given time are subject to mandatory clearing are in the Rulebook referred to as "central counterparty securities".

When trades are cleared through a central counterparty, counterparty risk is eliminated. The introduction of central counterparty clearing is therefore considered to be beneficial for our members, their customers and the Norwegian capital market in general. The introduction of a central counterparty will also simplify the settlement procedure and make it more cost-efficient for our members.

As previously announced, Oslo Børs has appointed Oslo Clearing ASA (Oslo Clearing) as central counterparty for trading in central counterparty securities and Oslo Børs' Settlement and Clearing rules have been drafted in coordination with Oslo Clearing. We assume however that other European central counterparties may wish to offer their services in the Norwegian market shortly and our aim has therefore been to prepare rules which also may cover solutions set up by other central counterparties approved by Oslo Børs. We emphasise that it may be necessary to make certain adjustments in the

clearing rules in connection with the approval of one or more alternative CCPs.

Oslo Børs will in relation to Oslo Clearing and other central counterparties act in accordance with the principles set out in the European Code of Conduct for Clearing and Settlement dated 7 November 2006 including the Access and Interoperability Guidelines dated 28 June 2007.

5.2.2 Requirement for member firms to establish clearing arrangements

All full member firms and equity member firms³ of the Exchange are obliged to have a valid clearing arrangement in place with a central counterparty appointed by the Exchange, either as a clearing member⁴ or as a Non Clearing Member for which a General Clearing Member has submitted a clearing declaration to a central counterparty. The same applies to limited member firms authorised to trade in central counterparty securities.

5.2.3 General Clearing Members without membership at Oslo Børs

According to Rule 1005, entities which have been accepted as General Clearing Members by an appointed central counterparty, may clear trades for member firms without being a member firm of the Exchange, provided that such General Clearing Member has given the Exchange a declaration stating that it shall be bound by the applicable Settlement and Clearing Rules. Accordingly, such General Clearing Members shall not be required to have a membership with Oslo Børs, pay any fees to Oslo Børs or be bound by any other rules of the Rulebook.

5.2.4 From matched trade to cleared transaction

Oslo Børs will distribute information regarding all trades in central counterparty securities automatically matched in the order book to Oslo Clearing or other appointed central counterparties in which the member firms involved in the trade have their clearing arrangements.

Oslo Clearing is under a duty to act as a central counterparty in all trades received from the Exchange, provided that both parties to the trade have a valid clearing arrangement, the trade is in central counterparty securities and the trade includes sufficient information to be registered in the clearing system such as price, ISIN and parties to the trade. Other central counterparties will assume an equivalent obligation to clear towards the member firms.

In the unlikely event that the trade is rejected by the central counterparty for clearing because sufficient information is missing and it is not possible to correct within the time limits set by the central counterparty, the trade will be bilateral between the buyer and the seller on the order book.

5.2.5 Termination of clearing arrangements

5.2.5.1 Termination by the member firm

³ The obligation to have a valid clearing arrangement in place does not apply to a fixed interest member firm.

⁴ Either as General Clearing Member which can clear their own principal and agency trades and Non Clearing Members' trades or as Direct Clearing Members which can clear their own principal and agency trades.

All clearing members clearing central counterparty securities traded on the Exchange and all Non Clearing Members are under a duty to notify the Exchange prior to terminating its clearing arrangement. A valid clearing arrangement is a condition precedent for being a full member firm and an equity member firm at the Exchange.⁵ Accordingly, in such situations the Exchange will immediately inform the relevant central counterparty about the termination of the clearing arrangement, in order to ensure that the member firms affected are suspended from trading and clearing from the moment the member firms no longer have a valid clearing arrangement in place.

5.2.5.2 The central counterparty's suspension of clearing members

An important question is what happens if a member firm's clearing arrangement is terminated or suspended, as a consequence of breach from the member firm or as a consequence of breach or termination/suspension from its General Clearing Member.

In operational procedures laid down pursuant to the clearing agreement between Oslo Børs and the central counterparty, the central counterparty will be obliged to immediately notify Oslo Børs in such situations.

Oslo Børs will upon such notice from a central counterparty immediately suspend the affected member firms from on Exchange order book trading, i.e. suspend the defaulting member firm and if relevant all member firms clearing through a suspended General Clearing Member.

If Oslo Børs receives notification of default from a central counterparty outside the trading day, the required suspensions will be effected before trading commences the following trading day.

Oslo Børs will also, when a member firm is suspended, inform the market of the Exchange's decision to suspend.

Further, the rules provide that member firms are obliged, from the moment they do not have a valid clearing arrangement in place, not to submit new orders or execute trades in the trading system.

Should for any reason, for example due to technical errors, orders be placed or executed by a member firm suspended from clearing, the Exchange will ensure that such orders will be removed and/or trades will be cancelled,

If Oslo Børs finds that the above measures are not sufficient in a particular default situation in order to maintain the effective functioning of the market, Oslo Børs has the power to switch to automatic execution with bilateral trading or alternatively suspend automatic execution completely until the required suspensions have been effected and other required actions have been taken. The Exchange has the same power in the unfortunate situation where a central counterparty ceases registering central counterparty trades, cf. Rules 5230 - 5231. These rules are accompanied by detailed guidelines on how Oslo Børs will handle the situation where the central counterparty ceases registration of trades.

6 Compliance

⁵ cf. Rule 1020.6 in the Rulebook. The same applies to limited member firms authorised to trade in central counterparty securities.

The compliance procedures have been drafted in accordance with the corresponding provisions of our current rules and relevant provisions of the Exchange Act and the Exchange Regulations.

10.3.2 Betinget emisjonsvedtak (e-post av 05.02.2010)

Spørsmål:

Bakgrunn

Vår klient (Emittenten) vurderer å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon. Emisjonen tenkes garantert fulltegnet av et garantikonsortium bestående av internasjonale banker, på vanlige betingelser for slike transaksjoner. Det vurderes å innta i emisjonsvedtaket et vilkår om at Emittenten er forpliktet til å avbryte emisjonen dersom garantistene sier opp garantiavtalen eller dersom deres forpliktelser under garantiavtalen for øvrig skulle opphøre å gjelde.

Et lignende vilkår forelå i DnB NORs emisjon i november/desember 2009, se bl.a. prospektet pkt 6.3, og er således ikke nytt i det norske markedet. Vi er også kjent med at det har vært et par andre, europeiske fortrinnsrettsemisjoner i fjor med tilsvarende vilkår (ING Groep N.V. og TomTom N.V.), se <http://www.afm.nl/publicdatabase/default.ashx?folderid=1630> (ING Groep N.V. er publisert den 26. november 2009 og TomTom N.V. den 30. juni 2009). Dersom det blir aktuelt, antas det at vilkåret vil bli utformet på lignende måte som i disse transaksjonene.

I prinsippet er jo all handel i tegningsretter i en emisjon "betinget" i den forstand at kjøperen risikerer å tape økonomiske verdier dersom emisjonen av en eller annen grunn ikke skulle la seg gjennomføre. Men i og med at et vilkår knyttet til bortfall av avtalen om fulltegningsgaranti ikke er vanlig praksis, vil Emittenten gjøre klart rede for emisjonsvilkåret både i prospekt og annen kommunikasjon vedrørende emisjonen, slik dette også ble gjort i DnB NOR-prospektet og tilknyttede børsmeldinger. Dette gjelder særlig virkningene for foretatte handler i tegningsretter.

Spørsmål

For å sikre at informasjonen om disse forhold blir så god som mulig, ber vår klient om Oslo Børs' kommentarer til følgende:

1. Hvordan ser børsen på den handel i tegningsretter som ikke er oppgjort på tidspunktet for offentliggjøring av at emisjonen avbrytes?
2. Hvilke muligheter anser børsen at partene i en handel i tegningsretter som på tidspunktet for offentliggjøring av at emisjonen avbrytes er inngått men ikke oppgjort, har til å heve ordren (kjøps- respektive salgsordre)?

Svar:

For ordens skyld påpeker vi innledningsvis at vi ikke kommenterer den konkrete saken som beskrives kort innledningsvis i e-posten, men at vi vil vurdere den når tegningsrettene skal tas opp til notering og prospekt godkjennes.

Når det gjelder de konkrete spørsmål som stilles i e-posten må det etter børsens syn legges til grunn et generelt prinsipp om at all handel som foretas i børsens handelssystem er endelig og ubetinget, slik at alminnelige avtalerettslige og kjøpsrettslige regler om blant annet heving ikke kan gjøres gjeldende mellom børsens medlemmer. Et slikt prinsipp mener vi må innfortolkes i gjeldende medlems- og handelsregler (Norex Member Rules version 2.3 (NMR)). En annen løsning vil slik vi ser

det være problematisk i forhold til å drive en effektiv markedsplass med forutsigbare regler herunder at det ville reise en rekke praktiske problemstillinger knyttet til for eksempel oppgjør. Dette prinsippet er uttrykkelig tatt inn i de nye medlems- og handelsreglene som vil erstatte NMR i sin helhet når børsen lanserer TradElect som ny handelsplattform, jf. børssirkulære 2/2010. Det vil etter planen skje 12. april. Det følger av regel 2100 i de nye handelsreglene at hver handel inngått i handelssystemet er "firm". Videre følger det uttrykkelig av regel 1610 at det ikke er mulig å inngå betingede handler i handelssystem, med unntak for handel i "when issued" aksjer. Det er imidlertid åpnet for at det er mulig å søke om dispensasjon fra denne regelen, jf guidance til regel 1610. Endelig sier regel 5000 at et medlem er forpliktet til å gjøre opp enhver handel som utføres i børsens handelssystem.

På denne bakgrunn antar Oslo Børs at inngåtte handler som ikke er gjort opp på det tidspunktet hvor emisjonen eventuelt avbrytes må gjøres opp mellom medlemmene og at det ikke vil være hevingsadgang. Vi understreker imidlertid at dette er vår oppfatning basert på ovennevnte, at det er domstolene og ikke børsen som vil måtte avgjøre en eventuell tvist, og at problemstillingen etter det vi vet ikke er prøvet av domstolene.



OSLO BØRS ASA
Postboks 450 Sentrum
0105 Oslo
Besøksadresse: Tollbugata 2, Oslo