



# *Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2012*



## **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 2012 inntatt.

Gjengivelsen her er i noe grad tilpasset offentliggjøring blant annet ved anonymisering og tilpasning av overskrifter. Gjengivelsen vil derfor kunne avvike noe fra den nøyaktige teksten, vedtak eller uttalelser. 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.

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>

Utarbeidelse av Børssirkulærer, vedtak og uttalelser er hvert år et betydelig arbeid. Det rettes en stor takk til alle bidragsyterne, og særlig Kjell Vidjeland, Rita Distad og Hilde Brænna som har gjort en kjempejobb i forbindelse med utarbeidelsen av dokumentet og vært til stor hjelp for undertegnede.

Oslo Børs, 21.01.2013

Øivind Amundsen  
Juridisk direktør  
Oslo Børs ASA

## Innholdsfortegnelse

<b>1. BØRSSIRKULÆRER 2012 .....</b>	<b>5</b>
1.1 BØRSSIRKULÆRE 1/2012: ENDRINGER I AKSJEUTSTEDERREGLENE FOR OSLO BØRS OG OSLO AXESS .....	6
1.2 BØRSSIRKULÆRE 2/2012: ENDRINGER I OBLIGASJONSREGLENE PÅ OSLO BØRS OG OSLO ABM.....	13
1.3 BØRSSIRKULÆRE 3/2012: ENDRINGER I LØPENDE FORPLIKTELSER FOR SELSKAPER NOTERT PÅ OSLO BØRS OG OSLO AXESS.....	15
1.4 BØRSSIRKULÆRE 4/2012: ENDRINGER I OBLIGASJONSREGLENE OG ABM-REGLENE .....	17
1.5 BØRSSIRKULÆRE 5/2012: REDUSERT ÅPNINGSTID FOR HANDEL I AKSJER OG DERIVATER - PRAKTISKE KONSEKVENSER.....	19
1.6 BØRSSIRKULÆRE 6/2012: ENDRINGER I ETF-REGLENE.....	21
1.7 BØRSSIRKULÆRE 7/2012: IMPLEMENTATION OF REVISED MEMBER AND TRADING RULES .....	22
1.8 BØRSSIRKULÆRE 8/2012: REVIDERT UTGAVE AV NORSK ANBEFALING FOR EIERSTYRING OG SELSKAPSLÆDELSE .....	25
1.9 BØRSSIRKULÆRE 9/2012: ENDRING AV PRAKSIS VED GODKJENNELSE AV ENDRINGER I OVERTAKELSESTILBUD, OG MINDRE ENDRINGER I OPPTAKSREGLENE FOR UTSTEDERE AV AKSJER OG EGENKAPITALBEVIS.....	27
1.10 BØRSSIRKULÆRE 10/2012: ENDRINGER I PRISER PÅ OSLO BØRS, OSLO AXESS OG OSLO ABM.....	29
<b>2. OPPTAK TIL BØRSNOTERING.....</b>	<b>33</b>
2.1 NYE SELSKAPER I 2012 .....	33
2.2 OPPTAKSPRAKSIS .....	33
2.2.1 <i>Sevan Drilling ASA – Likviditet og kryssmisligholdsbestemmelser (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret 16.01.2012)</i> .....	33
2.2.2 <i>Valg av styremedlemmer (brev av 14.05.2012)</i> .....	34
2.2.3 <i>Universal Maritime Inc – Vedtekter som berører utsteders styre og dets medlemmer (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret 13.06.2012)</i> .....	34
2.2.4 <i>Spredningskrav ved noteringsoverføring fra Oslo Axess til Oslo Børs – Utsteder med to noteringssteder (e-post av 03.10.2012)</i> .....	35
2.2.5 <i>Due Dilligence i opptaksprosess (e-post av 05.10.2012)</i> .....	36
<b>3. STRYKNING/SUSPENSJON.....</b>	<b>38</b>
3.1 SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING.....	38
3.2 STRYKNINGSSAKER.....	38
3.2.1 <i>Forespørsel vedr. mulige transaksjoner for å oppnå strykning uten søknad (e-poster oktober 2012)</i> .....	38
3.2.2 <i>Fara ASA - Søknad om strykning der selskapet har søkt om strykning (vedtak fattet av administrasjonen ved Oslo Børs 18.12.2012)</i> .....	39

<b>4. LØPENDE UTSTEDERREGLER</b> .....	<b>46</b>
4.1 LØPENDE INFORMASJONSPLIKT MV .....	46
4.1.1 Vedtak om overtredelsesgebyr.....	46
4.1.1.1 Børsklagenemndens sak 1/2012: Cecon ASA .....	46
4.1.1.2 Norse Energy Corp. ASA — breach of the duty to publish an information document and breach of the duty to publish a detailed stock exchange announcement, together with breach of the duty to submit a report in respect of continued listing following changes to the company (børsstyrevedtak 21.11.2012). 60	
4.1.2 Kritikkbrev/Generell veiledning.....	70
4.1.2.1 Riggavtale - AKSO Cat B – AKSO (brev av 21.06.2012) .....	70
4.1.2.2 Salgsavtale – ABT (brev av 14.05.2012).....	71
4.1.2.3 Innkallingen til ordinær generalforsamling (brev av 23.04.2012) .....	72
4.1.2.4 Mangelfull informasjon ved emisjon - NetConnect (brev av 18.04.2012) .....	72
4.1.2.5 Skifte av ISIN - Höegh LNG (e-post av 16.03.2012) .....	73
4.1.2.6 Kjøp av fly - Norwegian (brev av 14.03.2012).....	74
4.1.2.7 Børsmelding om utfall av vedtak (brev av 31.08.2012) .....	75
4.1.2.8 Fortrinnsrettsemisjon – informasjon for beregning av virkning av handel uten retter (e-post av 16.11.2012) .....	76
4.1.3 Informasjonsdokument .....	77
4.2 REGNSKAPSRAPPORTERING .....	77
4.2.1 Dispensasjon fra kravet om umiddelbar offentliggjøring av årsrapport etter styrevedtak - BN Bank ASA (brev av 09.03.2012) .....	77
4.2.2 Årsrapport – for sent meldt (brev av 26.06.2012).....	77
4.2.3 Extended deadline for semi annual financial reporting for issuers of bonds to be listed on Oslo Børs where the quarterly financial reporting will take place in accordance with SEC rules for foreign issuers (e-post av 25.09.2012).....	78
4.2.4 Dispensasjon fra kravet om umiddelbar offentliggjøring av årsrapport etter styrevedtak – Agder Energi AS (brev av 31.03.2012) .....	78
4.3 FREMGANGSMÅTE FOR OFFENTLIGGJØRING – SPRÅK.....	79
4.3.1 Application for exemption from new annual corporate governance reporting requirements (brev av 07.03.2012) .....	79
4.3.2 Norske Skogindustrier ASA - Søknad om dispensasjon fra verdipapirhandelloven § 5-13 vedrørende krav til språk ved informasjonspliktige opplysninger (brev av 10.01.2013).....	80
4.4 ANNET .....	81
4.4.1 Ex-dato ved tilbud om deltakelse i emisjon (e-poster i perioden 05.02. – 23.02.2012) .....	81
4.4.2 Opptak av egenkapitalbevis til handel (brev av 30.05.2012) .....	84
4.4.3 Vedrørende rettet emisjon og reparasjonsemisjon i Danemora Minerals AB (e-post av 10.10.2012) .....	85
<b>5. OVERTAKELSESTILBUD</b> .....	<b>86</b>
5.1 KONTROLLERTE TILBUD 2012 .....	86
5.2 PLIKTIG TILBUD .....	86

5.2.1	<i>Uttalelse om tilbudet fra uavhengig sakkyndig – SFR – (e-poster april 2012)</i> .....	86
5.2.2	<i>Tilbudsplikt ved aksjelån i forbindelse med børsnotering (e-poster i perioden 16.04. – 20.04.2012)</i> .....	89
5.2.3	<i>Mandatory offer obligation – subsequent acquisitions and merger exemption (brev av 16.05.2012)</i> .....	91
5.2.4	<i>Share buy-back and mandatory offer regulations (e-post av 21.06.2012)</i> .....	96
5.2.5	<i>Tilbud fremsatt av part(er) i konsolidert gruppe - garantiens omfang i pliktig tilbud og fremsettelse av tilbud i fellesskap (e-post av 12.07.2012)</i> . 98	
5.2.6	<i>Offer price – deferred payment (e-post av 26.07.2012)</i> .....	102
5.2.7	<i>Tilbudspris i pliktig tilbud ved forutgående bilateral avtale med aksjeoppgjør – verdsettelsestidspunkt, -prinsipp og –metode (e-post av 13.11.2012)</i> .....	103
5.3	DISPENSASJON FRA TILBUDSPLIKT .....	107
5.3.1	<i>Dispensasjon fra tilbudsplikt ved fusjoner - I.M. Skaugen (brev av 12.06.2012)</i> .....	107
5.3.2	<i>Dispensasjon fra tilbudsplikt - Aker Seafoods (brev av 20.06.2012)</i> .....	110
<b>6.</b>	<b>MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER</b> .....	<b>119</b>
6.1	NYE MEDLEMMER 2012 .....	119
6.2	MEDLEMSREGLER/HANDELSREGLER .....	119
6.2.1	<i>Ordreinnleggelse i STL - Sparebank 1 Markets (brev av 16.03.2012)</i> .....	119
6.2.2	<i>Eierkategorisering – all or nothing ordre (brev av 02.04.2012)</i> .....	120
6.2.3	<i>Trading in shares by the liquidity provider (brev av 10.04.2012)</i> .....	121
6.2.4	<i>Vedrørende feilkvotering i warrants (brev av 20.09.2012)</i> .....	122

## 1. BØRSSIRKULÆRER 2012

1/2012	Endringer i aksjeutstederreglene for Oslo Børs og Oslo Axess
2/2012	Endringer i obligasjonsreglene på Oslo Børs og Oslo ABM
3/2012	Endringer i løpende forpliktelser for selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess
4/2012	Endringer i obligasjonsreglene og ABM-reglene
5/2012	Redusert åpningstid for handel i aksjer og derivater - praktiske konsekvenser
6/2012	Endringer i ETF-reglene
7/2012	Implementation of Revised Member and Trading Rules
8/2012	Revidert utgave av Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse
9/2012	Endring av praksis ved godkjenning av endringer i overtakelsestilbud, og mindre endringer i opptaksreglene for utstedere av aksjer og egenkapitalbevis
10/2012	Endringer i priser på Oslo Børs, Oslo Axess og Oslo ABM

## **1.1 Børssirkulære 1/2012: Endringer i aksjeutstederreglene for Oslo Børs og Oslo Axess**

### 1. Innledning

Vedlagt er endringer i følgende regelsett vedtatt av Oslo Børs 23. mai 2012:

- (i) Opptaksregler for Oslo Børs og Oslo Axess (opptaksreglene).
- (ii) Løpende forpliktelser for selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess (løpende forpliktelser).

I punkt 2 nedenfor gis det en redegjørelse for de vesentlige endringer i opptaksreglene, mens det i punkt 3 gis en redegjørelse for de vesentlige endringene i løpende forpliktelser. I punkt 4 er det inntatt en kort oversikt over øvrige mindre justeringer i reglene.

De vedtatte reglene samsvarer på de vesentlige punkter med de forslag som ble sendt på høring 10. april 2012, likevel slik at det er gjort enkelte mindre endringer og presiseringer på bakgrunn av tilbakemeldinger i høringsrunden.

De reviderte reglene trer i kraft 1. juli 2012.

### 2. Endringer i opptaksreglene

#### 2.1. Fast track-notering

##### *Generelt*

I dag er prosessen for opptak til notering av aksjer og egenkapitalbevis på Oslo Børs og Oslo Axess regulert med på forhånd fastsatte frister for de sentrale steg i prosessen, alle beregnet på grunnlag av børsstyrets månedlige møter. Med dagens system tilbyr børsen en effektiv og rask opptaksprosess, der selve opptaksprosessen kan gjennomføres på omkring åtte uker. Likevel mottar børsen undertiden henvendelser fra utsteder og rådgivere som ønsker en enda raskere og/eller mer tilpasset gjennomføring av de deler av prosessen som involverer børsen, og børsen ser også at saksbehandlingstiden for særskilt godt forberedte opptakssaker kan reduseres betydelig. Børsen er av den oppfatning at de deler av prosessen som involverer børsen etter omstendighetene kan reduseres helt ned til fire uker.

Ved innføring av et nytt punkt 3.6 i opptaksreglene – som gir Oslo Børs mulighet til å dispensere fra ordinær opptaksprosess – ønsker børsen å tilby en komprimert opptaksprosess ("fast track-notering") mot en høyere introduksjonsavgift. En slik prosess vil dekke alle elementer av en ordinær opptaksprosess etter gjeldende regler, men slik at fristene for de sentrale steg i prosessen vil tilpasses det enkelte prosjekt i henhold til en fremdriftsplan avtalt mellom utsteder og børsen, og som utsteder forplikter seg til å overholde. Tilpasning av frister for fast track-notering vil typisk gjelde tidspunkt for selskapsgjennomgang (due diligence) med børsen, tidspunkt for fremsettelse av noteringssøknad og tidspunkt for børsstyrets behandling av noteringssøknad (ved ekstraordinært børsstyremøte om nødvendig).

Fast track-notering vil tilbys utsteder som anmoder om dette forutsatt at:

- Oslo Børs finner utstederen og det aktuelle prosjektet er egnet for slik opptaksprosess; og
- at Oslo Børs i angjeldende tidsrom har kapasitet til å tilby slik opptaksprosess.



Oslo Børs legger til grunn at utstedere som vil bli gjenstand for fast track-notering vil være unntaket snarere enn hovedregelen. Tilbudet vil kun være tilgjengelig for særskilt godt forberedte opptakssaker. Videre legger Oslo Børs til grunn at kapasitetsbegrensninger hos børsen kun helt unntaksvis vil være til hinder for at børsen skal kunne tilby fast track-notering.

Selskaper som er i forhandlinger om gjennomføring av transaksjon som ved gjennomføring må antas å være omfattet av løpende forpliktelser pkt. 3.5 eller for øvrig må anses vesentlig for vurderingen av selskapet vil normalt ikke være egnet for fast track-notering, likevel slik at dette vil avhenge av hvor langt den aktuelle transaksjonen har kommet og om børsen finner det slik at en forsvarlig saksbehandling kan gjennomføres innenfor rammene av en fast track-notering.

### *Skriftlig redegjørelse*

Utstedere som ønsker fast track-notering skal gi Oslo Børs en skriftlig redegjørelse som innholdsmessig dekker kravene til noteringssøknad jf. opptaksreglene pkt. 3.4, med unntak av pkt. 3.4 (3) nr. 8 (kopi av styreprotokoll hvor beslutning om å søke selskapets aksjer notert fremgår). Dette for å sikre at børsen har best mulig beslutningsgrunnlag ved vurderingen om selskapet kan være gjenstand for fast track-notering.

I tillegg til det ovenstående skal redegjørelsen ha som vedlegg et utkast til fremdriftsplan for noteringsprosessen som skal angi fortrukket tidspunkt for:

- Innledende møte jf. opptaksreglene pkt. 3.1.
- Selskapsgjennomgang (due diligence) med børsen jf. opptaksreglene pkt. 3.2.
- Fremsettelse av noteringssøknad.
- Ekstraordinært børsstyremøte for behandling av noteringssøknaden.
- Forventet første dag for notering.

Oslo Børs kan gjøre unntak fra kravet om at redegjørelsen skal ha som vedlegg siste delårsrapport med revisors erklæring om begrenset revisjon jf. opptaksreglene pkt. 3.4 (3) nr. 10 forutsatt at ovennevnte fremdriftsplan presist angir når slik dokumentasjon vil foreligge. Likeledes, og forutsatt at slik dokumentasjon skal utarbeides særskilt i forbindelse med noteringsprosessen, samt at ovennevnte fremdriftsplan presist angir når slik dokumentasjon vil foreligge, kan børsen gjøre unntak fra kravet om at redegjørelsen skal ha som vedlegg:

- Kopi av årsregnskap, årsberetning og revisjonsberetning for de tre siste regnskapsårene jf. opptaksreglene pkt. 3.4 (3) nr. 10.
- Finansiell informasjon som angitt i opptaksreglene pkt. 2.3.2 (3) og 2.3.3 (3) med tilhørende revisjonserklæringer, jf. opptaksreglene pkt. 3.4 (3) nr. 18.
- Uavhengig ekspertrapport jf. opptaksreglene pkt. 3.4 (3) nr. 33<sup>(1)</sup>.

Videre, og forutsatt at ovennevnte fremdriftsplan presist angir når slik dokumentasjon vil foreligge, kan børsen gjøre unntak fra kravet om at redegjørelsen skal inneholde eller ha som vedlegg:

- Utkast til prospekt jf. opptaksreglene pkt. 3.4 (3) nr. 17.
- Redegjørelse for styrets sammensetning mv. jf. opptaksreglene pkt. 3.4 (3) nr. 23 og nr. 24<sup>(2)</sup>.

Redegjørelsen skal sendes Oslo Børs elektronisk (i maskinlesbart format) til: [notering@oslobors.no](mailto:notering@oslobors.no).

---

<sup>1</sup> Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 3.4 (2) nr. 32

<sup>2</sup> Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 3.4 (2) nr. 22 og nr. 23



### *Underretning av om fast track-notering kan tilbys*

Forutsatt at Oslo Børs på bakgrunn av selskapets skriftlige redegjørelse (herunder selskapets foreslåtte fremdriftsplan) finner at prosjektet er egnet for fast track-notering, samt at børsen i angjeldende tidsrom har kapasitet til å tilby slik opptaksprosess, skal det innledende møte med selskapet avholdes fem børsdager etter børsens mottak av redegjørelsen.

Dersom børsen finner at prosjektet ikke kan være gjenstand for fast track-notering vil børsen raskt underrette selskapet om dette (normalt innen tre børsdager etter mottak av redegjørelsen), og selskapet vil måtte følge normal opptaksprosess. Den skriftlige redegjørelsen vil i så tilfelle normalt kunne tjene som redegjørelse i forbindelse med ordinær opptaksprosess jf. opptaksreglene pkt. 3.1.

### *Avtale om fremdriftsplan for noteringsprosessen*

Dersom børsen finner at utsteder kan være gjenstand for fast track-notering skal utsteder forplikte seg til å overholde en fremdriftsplan som avtales senest innen utløpet av den dag det innledende møtet avholdes.

### *Fremsettelse av noteringssøknad*

Søknad om notering skal fremsettes senest på det tidspunkt som er avtalt med børsen i henhold til avtale om fremdriftsplan for noteringsprosessen.

Søknad om børsnotering skal være besluttet av styret, og undertegnet av styret eller av noen som styret har gitt nødvendig fullmakt.

I søknaden skal selskapet:

- Angi at selskapet med søknaden søker om opptak til notering av selskapets aksjer, samt om aksjene søkes opptatt til notering på Oslo Børs eller Oslo Axess (eventuelt prinsipalt Oslo Børs og subsidiært Oslo Axess).
- Helt kort bekrefte at vilkårene for opptak til notering er oppfylt, eventuelt helt kort angi hvilke opptakskrav det søkes om dispensasjon fra. Særskilt begrunnelse for søknad om dispensasjon skal fremkomme av den tidligere fremsatte skriftlige redegjørelse.
- Bekrefte at informasjonen gitt i den tidligere fremsatte skriftlige redegjørelse (eventuelt som supplert med dokumentasjon slik senere levert Oslo Børs i henhold til avtalt fremdriftsplan) er korrekt, fullstendig og ikke villedende.

Søknaden skal ha som vedlegg kopi av styreprotokoll hvor beslutning om å søke selskapets aksjer notert fremgår. Kopien må være bekreftet. Dersom søknaden er undertegnet etter fullmakt, skal kopi av undertegnet fullmakt vedlegges.

### *Introduksjonsavgift*

Fast track-notering vil være svært ressurskrevende for børsen, og dette vil reflekteres i introduksjonsavgiften for utstedere som benytter seg av tilbudet. Introduksjonsavgiften for utstedere som benytter seg av tilbudet vil være tre ganger maksimum introduksjonsavgift for ordinær opptaksprosess ved Oslo Børs (med dagens avgifter, kr. 930.000 x 3 = kr. 2.790.000). Introduksjonsavgiften er flat, og avgiftens størrelse vil ikke beregnes på grunnlag av utsteders markedsverdi slik som for utstedere underlagt ordinær opptaksprosess. Avgiften vil være lik for notering ved Oslo Børs og Oslo Axess. Halvparten av avgiften (kr. 1.395.000, basert på dagens avgifter) vil påløpe ved børsens innvilgelse av fast track-prosess (denne delen av avgiften påløper således uavhengig av om noteringsprosessen fullføres eller ei), og halvparten (kr. 1.395.000, basert på dagens

avgifter) ved første noteringsdag. Til dette kommer ekstra introduksjonsavgift ved notering av tildelingsretter før utstedelse ("if/when issued" eller tilsvarende) etter ordinære satser.

## 2.2. Standard skjema for noteringsredegjørelse og noteringssøknad

Oslo Børs innfører krav om bruk av standard skjema for skriftlig redegjørelse jf. opptaksreglene pkt. 3.1 (3) og noteringssøknad jf. opptaksreglene pkt. 3.4; dette for å sikre at alle relevante punkter som angitt i innholdskravene for slike dokumenter adresseres. Børsen er av den oppfatning at krav om bruk av standard skjema også vil lette arbeidet i forbindelse med opptaksprosesser både for utstedere, deres rådgivere og børsen selv. Som konsekvens slettes dagens krav om standard sjekkliste.

Krav om bruk av standard skjema for skriftlig redegjørelse og noteringssøknad er reflektert opptaksreglenes pkt. 3.1 (3) og 3.4 (1). Det til enhver tid gjeldende standard skjema vil være tilgjengelig på børsens hjemmeside.

Standard skjemaet skal også benyttes for skriftlig redegjørelse i forbindelse med anmodning om fast track-notering jf. dette sirkulæret pkt. 2.1. For en beskrivelse av innholdskravene for noteringssøknad fremsatt under fast track-notering vises det til sirkulæret pkt. 2.1.

## 2.3. Krav om minste kursverdi ved noteringsoverføring fra Oslo Axess

I henhold til pkt. 2.7 i dagens opptaksregler gjelder ikke opptaksreglene pkt. 2.4.6 om minste kursverdi lik kr. 10 på børsnoteringstidspunktet for utstedere som søker om noteringsoverføring fra Oslo Axess til Oslo Børs. For å unngå omgåelser av opptakskravet om minste kursverdi lik kr. 10 for notering på Oslo Børs endres opptaksreglene pkt. 2.7 slik at dette også blir et vilkår for noteringsoverføring fra Oslo Axess til Oslo Børs. Børsen gis hjemmel til å dispensere fra kravet om minste kursverdi ved noteringsoverføring fra Oslo Axess til Oslo Børs.

## 2.4. Reviderte krav om beskrivelse av styre og ledelse i noteringssøknad

I henhold til opptaksreglene pkt. 2.3.6 (3)<sup>3</sup> skal utsteders styre bestå av personer som ikke har opptrådt på en slik måte at det gjør dem usikket til å sitte i styret i notert selskap. I egnethetsvurderingen vil Oslo Børs se hen til blant annet styremedlemmers befatning med konkurser, domfellelse for økonomisk kriminalitet mv. og andre forhold nevnt i prospektforordningens vedlegg I pkt. 14.1 b) – d). Børsen har erfart at slik informasjon ikke inntas noteringssøknader selv om informasjonen klart er av relevans for egnethetsvurderingen, og at børsen blir kjent med slike forhold først på senere tidspunkt nær ferdigstilling av prospekt.

På denne bakgrunn endres opptaksreglene slik at informasjon i henhold til prospektforordningens vedlegg I pkt. 14.1 b) – d) inntas som særskilt innholds krav for søknad om notering jf. opptaksreglene pkt. 3.4 (3) nr. 24<sup>4</sup>.

## 3. Endringer i de løpende forpliktelser

### 3.1. Frist for offentliggjøring av informasjonsdokument

Oslo Børs mottar regelmessig henvendelser fra utstedere om at fristen på 20 børsdager for offentliggjøring av informasjonsdokument jf. løpende forpliktelser pkt. 3.5.4 er kort, og at utstederne er av den oppfatning at det i mange tilfeller er svært vanskelig å

<sup>3</sup> Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 2.3.2 (3)

<sup>4</sup> Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 3.4 (3) nr. 23

utarbeide informasjonsdokument på forsvarlig vis og/eller av høy kvalitet innenfor denne tidsfristen, herunder med hensyn til pro forma finansiell informasjon og revisors bekreftelse av denne.

På ovenstående bakgrunn endres løpende forpliktelser pkt. 3.5.4 slik at informasjonsdokument skal offentliggjøres senest innen børsåpning den 30. børsdag etter at avtale om relevant transaksjon er inngått.

Oslo Børs mottar fra tid til annen søknad om dispensasjon fra tidsfristen for utarbeidelse av informasjonsdokument. Med den forlengede tidsfristen legges det til grunn at behovet for dispensasjon i mindre grad vil være til stede.

### 3.2. Regulering av managementselskaper

Etter opptaksreglene pkt. 2.3.8<sup>(5)</sup> skal managementselskap og det selskap som søker om notering før fremsettelse av noteringssøknad inngå særskilt avtale med Oslo Børs som nærmere regulerer ansvaret og pliktene til utstederselskapet og managementselskapet overfor børsen. Per i dag fremkommer imidlertid ikke noe tilsvarende krav i løpende forpliktelser for de tilfeller der utstederselskap bytter managementselskap eller der utsteder av andre grunner etter opptak til notering inngår avtale om at noen skal forestå ledelsesfunksjoner på vegne av utsteder. På tilsvarende vis som det er viktig for børsen at det foreligger avtale som nærmere regulerer ansvaret og pliktene til utstederselskapet og managementselskapet overfor børsen i forbindelse med en nynotering, er det viktig at slik avtale foreligger ved skifte av managementselskap eller der utsteder senere inngår slik ordning.

På ovenstående bakgrunn endres løpende forpliktelser pkt. 2.3 slik at det i denne bestemmelsen legges til at opptaksreglene pkt. 2.3.8 (5) gjelder som løpende forpliktelse.

### 3.3. Hjemmel til å pålegge utsteder om å informere om teoretisk åpningskurs ved komplekse selskapshendelser

Oslo Børs har over tid erfart at deler av investormarkedet – først og fremst privatpersoner og mindre sofistikerte investorer – har hatt vansker med å prise noterte aksjer i forbindelse med komplekse selskapshendelser. Komplekse selskapshendelser vil typisk være kombinasjoner av selskapshendelser (på samme tid eller nær i tid) så som emisjon/gjeldskonvertering, spleis/splitt og utbytte/annen utdeling. Børsen er av den oppfatning at utsteder i forbindelse med komplekse selskapshendelser normalt bør offentliggjøre aksjens teoretiske åpningskurs innen børsåpning den dagen den aktuelle aksjen går eksklusive den aktuelle rettighet / innen børsåpning dagen etter selskapshendelsen er gjennomført.

På denne bakgrunn gis børsen hjemmel i nytt pkt. 11.5 i løpende forpliktelser til å pålegge utsteder å offentliggjøre teoretisk åpningskurs i forbindelse med komplekse selskapshendelser innen slik frist børsen fastsetter. Børsmeldingen skal angi hvordan den teoretiske åpningskursen er beregnet, og de sentrale forutsetninger benyttet i beregningen.

Børsen vil legge opp til dialog med utsteder i forbindelse med bruk av hjemmelen, og utstedere oppfordres til å kontakte børsen i god tid i forkant av gjennomføring av komplekse selskapshendelser om offentliggjøring av teoretisk åpningskurs.

### 3.4 Notering av aksjer innenfor allerede notert klasse, men med andre rettigheter enn allerede noterte aksjer

---

<sup>5</sup> Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 2.3.4

Av løpende forpliktelser pkt. 8.2 følger at børsen skal underrettes senest samtidig med innsendelse av første prospektutkast til kontroll for relevant prospektmyndighet der utsteder planlegger å notere aksjer innenfor allerede notert klasse, men med andre rettigheter enn de allerede noterte aksjer. Løpende forpliktelser pkt. 11.4 er endret slik at tilsvarende underretningsplikt regelfestes for de tilfellene der notering av slike aksjer ikke er prospektpliktig — slik at børsen skal underrettes om plan om opptak til notering av slike aksjer innen ti børsdager før aksjene planlegges tatt opp til notering. De avvikende rettighetene kan være av ulik art — oftest av ekstern art slik som begrensninger med hensyn til videresalg til investorer innenfor visse jurisdiksjoner. Underretningsplikten finner sin begrunnelse i at slike aksjer noteres under eget ISIN og egen ticker-kode i handelssystemet. Børsen legger til grunn at adskillelse med eget ISIN og egen ticker-kode av aksjer innenfor allerede notert klasse, men med andre rettigheter enn de allerede noterte aksjer, i slike tilfeller vil være midlertidig, og at slike aksjer kan tas opp til notering forutsatt at aksjene kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måte jf. børsloven § 24 (2). Etter omstendighetene kan det oppstå spørsmål om grensdragningen mot aksjer av separat klasse og de særlige reglene som gjelder i slike tilfeller. Ved tvil bør det søkes avklaring med børsen i god tid før planlagt opptak til notering. Notering av aksjer i separat aksjeklasse er regulert i opptaksreglene pkt. 2.4.3 (2).

### 3.5. Offentliggjøring av gjennomføring av kapitalnedsettelse

Per i dag fremkommer det ikke klart av de løpende forpliktelser (med unntak av i særreglene for utenlandske selskaper) at utsteder straks skal offentliggjøre at kapitalnedsettelse er registrert i Foretaksregisteret, samt størrelsen på ny aksjekapital og totalt antall aksjer utstedet. Oslo Børs er av den oppfatning at det er viktig for investormarkedet at slik informasjon straks tilflyter markedet ved særskilt offentliggjøring, da blant annet flaggetersklene i vphl. 4-2 gjelder i forhold til aksjekapital eller tilsvarende andel av stemmene. Videre vil meldeplikt ved registrering av kapitalnedsettelse sørge for at børsens systemer til enhver tid er oppdaterte.

På denne bakgrunn endres løpende forpliktelser pkt. 11.4, om offentliggjøring av registrering av kapitalforhøyelse i Foretaksregisteret, til å omfatte enhver endring i aksjekapitalen.

### 4. Øvrig

I tillegg til det ovenstående, samt enkelte redaksjonelle endringer som ikke er nærmere kommentert i dette sirkulæret, justeres reglene som følger:

- I kommentarene til Løpende forpliktelser pkt. 3.2 (1) nr. 3 er det, i henhold til merknader i høringsrunden, inntatt en presisering for å få tydeligere frem at ikke ethvert forslag i styret eller annet selskapsorgan som ikke leder frem til beslutning om slikt forslag er meldepliktig etter bestemmelsen.
- Løpende forpliktelser pkt. 7 (1), annet punktum, samt opptaksreglene pkt. 3.4 (3) nr. 32<sup>6</sup>, pkt. 9.1 (2) nr. 3 og 9.2 annet ledd nr. 5, justeres for å samsvare med Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse etter endringer i denne av 2011.
- Løpende forpliktelser pkt. 8.3 (1) første og annet punktum samt pkt. 8.3 (2) om plikt til å bekrefte tidspunkt for offentliggjøring av prospekt / tilsvarende dokument / tilleggsprospekt innen kl. 16.30 dagen før start av tilbudsperiode eller notering slettes, da melding fra utsteder om godkjenning / offentliggjøring i henhold til løpende forpliktelser pkt. 8.4 anses tilstrekkelig. Fristen for å bekrefte tidspunkt for offentliggjøring av prospekt innen kl. 14.00 dagen før tegningsretter

---

<sup>6</sup> Opptaksreglene Oslo Axess pkt. 3.4 (3) nr. 31

skal tas opp til notering beholdes. Tilsvarende frist vil gjelde for opptak til notering av aksjer innenfor allerede notert klasse, men med andre rettigheter enn de allerede noterte aksjer. Visse justeringer gjøres også i opptaksreglene pkt. 6 og 7 for å speile endringene i løpende forpliktelser.

- Løpende forpliktelser pkt. 8.2 (3) om at tilsvarende dokument jf. vphl. § 74 nr 4/6 og 7-5 nr. 5/7 skal sendes Finanstilsynet slettes. Det vises i så måte til Finanstilsynets praksisendring fra og med 1. januar 2012:  
<http://www.finanstilsynet.no/no/Noterte-foretak-Prospekter/Prospekter/Informasjon/Nyheter-og-presiseringer/>.
- I kommentarene til løpende forpliktelser pkt. 12.3 om krav om redegjørelse for fortsatt notering ved andre endringer i selskapet enn ved fusjon (pkt. 12.1) og fisjon mv. (pkt. 12.2) legges til en presisering om at dette kravet også – i tråd med børsens praksis – gjelder ved domisilskifte og "scheme/plan of arrangements" og tilsvarende transaksjonsformer.
- For å samordne opptaksreglene med prospektkravene for selskaper som omfattes av definisjonen "mineral companies" i ESMA's oppdatering av CESRs prospektanbefaling, og i henhold til merknader i høringsrunden, inntas i opptaksreglene pkt. 3.4 (3) nr. 33<sup>(7)</sup> at børsen kan – basert på en konkret vurdering og søknad – samtykke i at selskaper som allerede er notert på anerkjent markeds plass og som har rapportert reserver/ressurser løpende i henhold til anerkjente rapporteringsstandarder unntas fra kravet om en uavhengig ekspertrapport som del av opptaksprosessen.
- Opptaksreglene pkt. 3.1 (4), siste punktum om krav om innsendelse av papireksemplarer av noteringsredegjørelse til Oslo Børs slettes.

Implementering i norsk rett av endringer i prospektdirektivet og rapporteringsdirektivet, vil i noen grad påvirke de løpende forpliktelser. Blant annet vil implementeringen medføre at løpende forpliktelser pkt. 3.6 om årlig oversikt slettes.

Implementeringsfristen er 1. juli 2012, og nødvendige endringer i de løpende forpliktelser vil gjennomføres i sammenheng med implementering i norsk rett av endringene i prospektdirektivet og rapporteringsdirektivet.

---

<sup>7</sup> Opptaksreglene Oslo Axess pkt 3.4 (3) nr. 32

## **1.2 Børssirkulære 2/2012: Endringer i obligasjonsreglene på Oslo Børs og Oslo ABM**

### 1 Innledning

Vedlagt oversendes endringer i følgende regelsett vedtatt av Oslo Børs 23. mai 2012:

- (i) Obligasjonsreglene
- (ii) ABM-reglene

I punkt 2 nedenfor gis det en redegjørelse for de vesentlige endringer i obligasjonsreglene på Oslo Børs, mens det i punkt 3 gis en redegjørelse for de vesentlige endringene i obligasjonsreglene på Oslo ABM.

De vedtatte reglene samsvarer på de vesentlige punkter med de forslag som ble sendt på høring 11. april 2012, likevel slik at det er gjort enkelte mindre endringer og presiseringer på bakgrunn av tilbakemeldinger i høringsrunden.

Forslag til Anbefaling om låntagers handel i egne lån ble sendt på høring samtidig med ovennevnte regelverk. Utkastet til anbefaling ble utarbeidet etter innspill fra markedsaktører om behov for tydeligere retningslinjer for tilbakekjøp av lån. På bakgrunn av enkelte høringsinnspill er det identifisert behov for å bearbeide deler av retningslinjene ytterligere før de fastlegges som børsens anbefaling.

De reviderte reglene trer i kraft 1. juli 2012.

### 2 Endringer i obligasjonsreglene for Oslo Børs

#### 2.1 Unntak fra krav om revisjonsutvalg

Per i dag er unntaket fra krav om revisjonsutvalg for foretak som er unntatt fra slikt krav etter Finansieringsvirksomhetsloven (finvl.) § 3-11a (herunder OMF-utstedere) – eller tilsvarende unntak fra utstedere hjemmehørende i annen EØS-stat – ikke reflektert i obligasjonsreglene. Samme unntak som følger finvl. tas inn som unntak i obligasjonsreglene pkt. 2.5 (som opptakskrav) og pkt. 3.1.9 (som løpende forpliktelse).

#### 2.2 Lånedokument når utsteder har fritak fra å utarbeide EØS-prospekt

For utstedere som gis dispensasjon fra plikten til å utarbeide prospekt etter verdipapirhandeloven (vphl.) § 7-6 skal det i forbindelse med notering utarbeides et lånedokument iht. til obligasjonsreglene pkt. 2.10. Innholdskravene for slikt lånedokument dekker per i dag kun vilkår som er nødvendig for å kunne vurdere lånets betingelser. Oslo Børs inntar derfor i obligasjonsreglene at børsen kan kreve at det også inntas informasjon om utsteder. Dette vil kun gjelde utstedere som ikke allerede har obligasjonslån, aksjer eller egenkapitalbevis notert på Oslo Børs eller Oslo Axess eller annen anerkjent børs eller regulert markeds plass, eller obligasjonslån notert på Oslo ABM. For norske kommuner som ikke kan gå konkurs iht. til loven, vil det fortsatt være tilstrekkelig med en lånebeskrivelse uten detaljert informasjon om kommunen.

#### 2.3 Registrering av utstedelsesprogram og søknad om notering

Iht. til obligasjonsreglene pkt. 5 kan utsteder søke om registrering av utstedelsesprogram. Oslo Børs innfører et nytt ledd i obligasjonsreglene pkt. 5 om at det i forbindelse med registrering av utstedelsesprogram samtidig kan søkes om notering av alle obligasjonslån som utstedes under programmet innenfor grunnprospektets og

registreringens gyldighetstid. Oslo Børs vil ved behandlingen av slik søknad foreta en egnethetsvurdering av alle lån som kan utstedes under programmet på søknadstidspunktet. Der slik søknad innvilges vil det ikke kreves en særskilt søknad for notering av det enkelte lån som utstedes under programmet. Enkelte bekreftelser og formalia vil fortsatt være knyttet til notering av det enkelte lån, og notering av det enkelte lån forutsetter at det ikke finner sted vesentlige endringer i låntaker av betydning for egnethetsvurderingen frem til noteringstidspunktet, samt at de generelle opptaksvilkårene jf. obligasjonsreglene pkt. 2 for øvrig er tilfredstilt på noteringstidspunktet. Låneprogrammer som gir mulighet til å utstede både lån som kan tas opp til notering og lån som ikke er egnet for notering vil fortsatt kunne søkes registrert, men det må da søkes om notering av det enkelte lån i henhold til ordinære opptaksprosess.

#### 2.4 Endringer i obligasjonsreglene i forbindelse med implementering av endringer i rapporteringsdirektivet mv.

Implementering i norsk rett av endringer rapporteringsdirektivet og prospektdirektivet vil i noen grad påvirke obligasjonsreglene. Blant annet vil implementeringen medføre at obligasjonsreglenes krav om årlig oversikt jf. pkt. 3.4 slettes, samt at unntaket fra kravet til å gi opplysninger på norsk for utstedere av obligasjoner med pålydende verdi på minst EUR 50.000 vil heves til EUR 100.000. Disse endringene er også beskrevet i børssirkulære 12/2011. Nødvendige endringer i obligasjonsreglene vil gjennomføres i forbindelse med slik implementering.

### 3 Endringer i ABM-reglene

Iht. ABM-reglene pkt 3.5.1 første ledd er det et krav at utstedere med lån notert på Oslo ABM benytter Oslo Børs' nyhetstjeneste (Oslo Børs NewsPoint). Børsen åpner nå opp for at opplysninger kan offentliggjøres på en annen måte, tilsvarende gjeldende krav på markedsplassen Oslo Børs. Bakgrunnen for endringsforslaget er at Oslo Børs finner det hensiktsmessig å ha mest mulig like regler og lik praksis med hensyn til krav om offentliggjøring for de to markedsplassene.

Av øvrige endringer i ABM-reglene åpnes det for søknad om notering av alle lån utstedt under registrert utstedelsesprogram, lik endringen for obligasjonsreglene som omtalt i dette børssirkulæret pkt. 2.3.

Til dette kommer at terskel på 50 000 euro for innholdskrav til noteringsdokument i ABM-reglene punkt 2.7.2 og 2.7.3, samt dispensasjonsadgang fra regnskapsrapporterings-kravene i ABM-reglene pkt. 3.4.5, endres til 100 000 euro i forbindelse med endringer i obligasjonsreglene som følge av endringer i rapporteringsdirektivet, jf. dette børssirkulæret pkt. 2.4. Slik vil de to regelsettene for Oslo ABM og Oslo Børs beholdes mest mulig like.



### **1.3 Børssirkulære 3/2012: Endringer i løpende forpliktelser for selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess**

Vedlagt er endrede løpende forpliktelser for selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess (løpende forpliktelser) vedtatt av Oslo Børs i dag 10. juli 2012.

I all hovedsak gjennomføres endringene som følge av endringer i verdipapirhandelloven (vphl.) vedtatt av Stortinget den 15. juni 2012.

Endringene gjennomføres uten høring og varslingsfrist jf. løpende forpliktelser punkt 21 siste punktum, og trer i kraft umiddelbart.

Nedenfor følger en beskrivelse av endringene:

- I løpende forpliktelser pkt. 1.2 (2) (om virkeområde for bestemmelsene om generalforsamling for utstedere av egenkapitalbevis) legges til at løpende forpliktelser pkt. 10.5 om offentliggjøring av at generalforsamling er avholdt og om beslutninger som avviker fra offentliggjorte styreforslag kommer tilsvarende til anvendelse for utstedere av egenkapitalbevis og i relasjon til avholdelse av forstanderskaps-/representantskapsmøte i slike utstedere. Tillegget er i tråd med hvordan reglene har vært praktisert.
- I løpende forpliktelser pkt. 2.6 (7) endres henvisning til vphl. § 4-1 (1) til vphl. § 3-6 (3) som følge av at bestemmelsen om at selskapet skal oversende ajourført oversikt over selskapets primærinnsidere til Finanstilsynet eller den Finanstilsynet utpeker (Oslo Børs) er flyttet til vphl. kapittel 3. Tilsvarende endres henvisning i løpende forpliktelser pkt. 6.1 til vphl. §§ 4-1 og 4-3 til §§ 4-2 og 4-4, og henvisning i løpende forpliktelser pkt. 6.2 til vphl. §§ 4-2 og 4-3 til §§ 4-3 og 4-4, som følge av forskyvning av nummereringen i vphl.
- I løpende forpliktelser pkt. 3.5.2.1 (2) legges til et nytt punkt hvoretter selskap som i henhold til prospektdirektivets artikkel 2(1)(f) og (t) faller inn under definisjonen av enten små/mellomstor bedrift ("SME") eller selskap med redusert markedsverdi ("company with reduced market capitalisation") kan benytte seg av tilsvarende lempede innholds krav ved utarbeidelse av informasjonsdokument som ved utarbeidelse av prospekt etter proporsjonalitetskravene i prospektforordningens vedlegg XXV.
- Løpende forpliktelser pkt. 3.6 om offentliggjøring av årlig oversikt slettes da korresponderende bestemmelse i vphl. § 5-11 er opphevet. Samtidig oppheves børssirkulære 5/2007 som i sin helhet omhandler årlig oversikt over offentliggjort informasjon.
- Reglene i vphl. om primærinnsiders meldeplikt er endret slik at disse reglene fra juli 2012 kun gjelder i relasjon til selskaper med Norge som hjemstat i henhold til prospektdirektivets art. 2(1)(m)(iii). Som følge av dette er løpende forpliktelser pkt. 6.1 om melding fra selskapet ved handel i egne aksjer mv. lagt til i løpende forpliktelser pkt. 13.2.2 (2) og 13.3.3 (2) over bestemmelser som ikke kommer til anvendelse for selskaper med Norge som vertsstat.

Samtidig legges til nye materielle bestemmelser i løpende forpliktelser pkt. 13.2.2 (11) første punktum og 13.3.3 (11) første punktum hvoretter selskaper med Norge som vertsstat uansett plikter straks å sende melding til Oslo Børs om handel i egne aksjer mv. i henhold pkt. 13.2.2 (11) annet punktum og 13.3.3 (11) annet punktum. Dette kravet vil for de berørte utstederne således ikke lenger være forankret i vphl., men utelukkende i løpende forpliktelser. Selskaper med

Norge som vertstat er i henhold til pkt. 13.2.2 (11) tredje punktum og 13.3.3 (11) tredje punktum dog unntatt fra kravet dersom selskapet i henhold til hjemlandets lovgivning er underlagt regler om offentliggjøring av handel i egne aksjer mv., likevel slik at kopi av meldinger som er meldt i henhold til hjemlandets lovgivning straks skal sendes til Oslo Børs.

Etter endringen i vphl. om virkeområdet for primærinnsiders meldeplikt vil primærinnsidere (med unntak av selskapet selv jf. ovenfor) i selskaper med Norge som vertstat ikke lenger være forpliktet til å sende primærinnsidermeldinger til Finanstilsynet eller den Finanstilsynet utpeker (Oslo Børs). Oslo Børs anbefaler imidlertid at selskapene som berøres av dette videresender til Oslo Børs primærinnsidermeldinger som meldt i henhold til hjemstatens lovgivning og som selskapet får kjennskap til, og/eller etablerer rutiner i relasjon til primærinnsidere slik at disse sender meldinger som meldt i henhold til hjemlandets lovgivning til Oslo Børs. Dette for å sikre tilfredsstillende informasjonstilgang for alle markedsaktørene.

#### **1.4 Børssirkulære 4/2012: Endringer i obligasjonsreglene og ABM-reglene**

Vedlagt er endringer i følgende regelsett vedtatt av Oslo Børs i dag 10. juli 2012:

- (i) Obligasjonsreglene
- (ii) ABM-reglene

I all hovedsak gjennomføres endringene som følge av endringer i verdipapirhandelloven (vphl.) vedtatt av Stortinget den 15. juni 2012.

Endringene gjennomføres uten høring og varslingsfrist, jf. obligasjonsreglene pkt. 14 siste punktum og ABM-reglene pkt. 12 siste punktum, og trer i kraft umiddelbart.

Nedenfor følger en beskrivelse av endringene i obligasjonsreglene og ABM-reglene:

- *I obligasjonsreglene* pkt. 3.1.8 og 4.3.1 er omtalen av kriteriene for skillet mellom hjemstats- og vertstatsutstedere endret for å speile presiseringer inntatt i vphl. § 5-4. Endringene er kun av redaksjonell art.
- *Obligasjonsreglenes* pkt. 3.4 om offentliggjøring av årlig oversikt slettes da korresponderende bestemmelse i vphl. § 5-11 er opphevet. Samtidig oppheves børssirkulære 5/2007 som i sin helhet omhandler årlig oversikt over offentliggjort informasjon.
- Tersklene for børsens hjemmel i *obligasjonsreglene* pkt. 3.6.3 og 3.6.4 til å gjøre unntak fra låntagers plikt til å utarbeide årsrapport og halvårsrapport etter pkt. 3.6.2 endres fra 50 000 euro til 100 000 euro, da kravet til obligasjoners pålydende for unntak fra bestemmelsene om periodisk informasjonsplikt etter rapporteringsdirektivet og vphl. § 5-4 (6) endres slik.

Tilsvarende endring i terskelen for Oslo ABMs hjemmel i ABM-reglene til å gjøre unntak fra reglene om regnskapsrapportering jf. ABM-reglene pkt. 3.4.3 og 3.4.4 gjøres i ABM-reglene pkt. 3.4.5 (2).

- *Obligasjonsreglene* pkt. 3.7.3 (3) om at låntagere som har utstedt obligasjoner med pålydende minst 50 000 euro kan gi opplysninger på enten norsk eller engelsk endres ikke i denne omgang. Utstedere gjøres imidlertid oppmerksom på at terskelen på 50 000 euro i vphl. § 5-13 (6) om anledning for utstedere av obligasjoner med slikt pålydende til å offentliggjøre opplysninger på enten norsk eller engelsk er vedtatt endret til 100 000 euro, og at ikrafttredelse av denne endringen er varslet å finne sted 1. juli 2013. Endringen vil også ha virkning i relasjon til obligasjoner som blir tatt opp til notering før 1. juli 2013, med unntak av de obligasjoner tatt opp til notering før 31. desember 2010 jf. endring ved lov 22. juni 2012 nr. 35, dens XIX.
- Terskelen på 50 000 euro for at obligasjonseiermøter i relasjon til obligasjonsutstedere med Norge som hjemstat skal kunne holdes i annen EØS-stat enn Norge i *obligasjonsreglene* pkt. 3.9.3 (3) endres til 100 000 euro, da kravet til obligasjoners pålydende etter rapporteringsdirektivet og vphl. § 5-10 (5) endres slik. En terskel på 50 000 euro vil fortsatt gjelde i relasjon til obligasjonslån tatt opp til notering før 31. desember 2010 jf. endring ved lov 22. juni 2012 nr. 35, dens XIX.

Tilsvarende endring i terskelen for avholdelse av obligasjonseiermøte i annen stat enn Norge gjøres i *ABM-reglene* pkt. 3.6.3 (3) slik at reglene for de to markedsplassene blir like i så måte.

- Det er inntatt en presisering i *obligasjonsreglene* pkt. 3.9.5 om at børsen kan kreve oversendt protokoll fra obligasjonseiermøtet, heller enn at protokoll fra obligasjonseiermøtet skal offentliggjøres; dette i tråd med hvordan regelen har vært praktisert samt krav om konfidensialitet knyttet til obligasjonseiere.
- I *ABM-reglene* pkt. 2.7.2 og 2.7.3 om innholdskrav for noteringsdokument for obligasjonslån med pålydende henholdsvis under og minst 50 000 euro endres terskelen til 100 000 euro; slik speiles skillet mellom utstedelser av obligasjoner med pålydende under og minst 100 000 euro i øvrig regelverk.

## **1.5 Børssirkulære 5/2012: Redusert åpningstid for handel i aksjer og derivater - praktiske konsekvenser**

Dette sirkulæret erstatter sirkulære nr. 5/2008.

Oslo Børs besluttet 29. juni 2012 å redusere åpningstiden for handel i aksjer på Oslo Børs og Oslo Axess, samt handel i derivater på Oslo Børs, med en time til kl. 16.30. Pressemelding av 29. juni 2012 er vedlagt dette sirkulæret; der fremkommer mer informasjon om bakgrunnen for endringen i børsens åpningstid.

Den reduserte åpningstiden innføres fra og med 6. august 2012, som en seks måneders prøveordning. Åpningstiden for handel i de ulike verdipapirene blir etter dette som følger:

Aksjer, egenkapitalbevis, ETP-er og warrants .....	Fra kl. 09.00 til kl. 16.30 <sup>(1)</sup>
Derivater.....	Fra kl. 09.00 til kl. 16.20 <sup>(1)</sup>
Obligasjoner og sertifikater (uendret).....	Fra kl. 09.00 til kl. 16.00 <sup>(1)</sup>

<sup>(1)</sup> Alle klokkeslett i dette sirkulæret henviser til norsk tid.

I det følgende omtales enkelte praktiske forhold knyttet til den reduserte åpningstiden. Omtalen gjelder forhold av betydning for både utstedere av noterte verdipapirer, medlemmer og investorer på markedsplassene drevet av Oslo Børs.

### *Handelsdagen for aksjer, egenkapitalbevis, ETP-er, warrants og derivater*

#### *Handel på Oslo Børs og Oslo Axess*

Som følge av den reduserte åpningstiden vil kontinuerlig handel avsluttes kl. 16.20, i motsetning til kl. 17.20 slik tilfellet er under dagens åpningstid. Etter kontinuerlig handel gjennomføres en sluttauksjon som avsluttes ca. kl. 16.30. Både handler gjort over børs ("on exchange") jf. Member and Trading rules 3000, og OTC-handler vil kunne rapporteres frem til kl. 17.30.

#### *Derivater på Oslo Børs*

Den reduserte åpningstiden medfører at handel i derivater i det elektroniske markedet (EMP) vil avsluttes kl. 16.20, i motsetning til kl. 17.20 slik tilfellet er under dagens åpningstid.

### *Offentliggjøring av informasjonspliktig informasjon*

Informasjonspliktig informasjon, slik som innsideinformasjon vedrørende utsteder, meldepliktige handler av primærinnsidere, flaggemeldinger mv., som oppstår etter kl. 16.30 på en handelsdag vil etter ikrafttreden av den reduserte åpningstiden betraktes som å ha oppstått utenfor børsens åpningstid.

#### *Offentliggjøring av meldinger for aktører som ikke selv kan offentliggjøre slike gjennom "Oslo Børs Distribution Network" eller via andre informasjonsdistributører*

Uavhengig av det ovenstående kommer Oslo Børs til å tilby offentliggjøring av meldinger frem til kl. 17.30 for aktører som ikke selv kan offentliggjøre slike gjennom "Oslo Børs Distribution Network" eller via andre informasjonsdistributører. Oslo Børs vil således være bemannet i tidsrommet fra kl. 08.00 til kl. 17.30 for offentliggjøring av slike meldinger. Offentliggjøring av meldinger etter kl. 17.30 må avtales særskilt på forhånd.

#### *Offentliggjøring av selskapsmeldinger gjennom "Oslo Børs Distribution Network"*

Åpningstiden for "Oslo Børs Distribution Network" endres ikke.

*Support for brukere av Oslo Børs NewsPoint*

Oslo Børs vil ha bemannet support for brukere av Oslo Børs NewsPoint i tidsrommet fra kl. 08.00 til kl. 17.30.

*Utstedere av obligasjoner og sertifikater*

Åpningstiden for handel i obligasjoner og sertifikater på markedsplassene Oslo Børs og Oslo ABM endres ikke, og det skjer således ingen endring i låntakernes forpliktelser overfor børsen iht. obligasjonsreglene og ABM-reglenes kapittel 3.

*Offentliggjøring utenom børsens åpningstid*

For ordens skyld minnes det om at offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger utenom børsens åpningstid må skje ved bred distribusjon i samsvar med prinsippene for offentliggjøring, jf. brev fra Oslo Børs av 21. februar 2011.

*Selskapshandlinger*

Dersom en selskapshandling skal beslattes, gjennomføres, registreres eller liknende utenom børsens åpningstid i henhold til gjeldende regelverk, så kan dette etter ikrafttreden av den reduserte åpningstiden gjøres etter kl. 16.30 i motsetning til etter kl. 17.30 slik tilfellet er under dagens åpningstid.

## **1.6 Børssirkulære 6/2012: Endringer i ETF-reglene**

Oslo Børs har vedtatt endringer i ETF-reglene på bakgrunn av den nye loven om verdipapirfond med tilhørende samleforskrift, verdipapirfondforskriften. Loven gjennomfører EØS-regler som svarer til UCITS IV-direktivet. I tillegg innebærer loven enkelte endringer som ikke har sin bakgrunn i EØS-reglene. Dette gjør det nødvendig å endre ETF-reglene.

Oppsummert gjelder endringene:

- relevante henvisninger til lov og forskrift (pkt. 1.1 og 1.2)
- verdipapirfondloven introduserer det nye dokumentet nøkkelinformasjon. I forbindelse med opptak til notering av ETF-er skal nøkkelinformasjon og prospektet kontrolleres av Oslo Børs. Videre skal endringer i nøkkelinformasjonen offentliggjøres løpende (pkt 2.3, 2.5.1 (2) nr. 2 og 2.6).
- mindre endringer i kravene til innhold av prospekter ved opptak til notering av ETF-er som følge av endringer i prospektreglene for verdipapirfond (pkt. 2.3.2.)
- enkelte mindre endringer for å ta høyde for at kompetansefordelingen mellom forvaltningsselskapet og fondet kan være annerledes for utenlandske fond (pkt. 1.3, 2.5.1 (2) nr. 6, 2.5.1 (3), 2.5.4 og 3.6.).

Endringene i ETF-reglene er av mindre materiell betydning og gjøres som en konsekvens av lovendringene. Endringene er derfor ikke sendt ut på høring

Endringene trer i kraft fra dette sirkulærets dato.



## **1.7 Børssirkulære 7/2012: Implementation of Revised Member and Trading Rules**

### Introduction

Oslo Børs hereby circulates its (i) revised Oslo Børs Member and Trading Rules for equities and fixed interest securities (Oslo Børs Rulebook, Version 1.2), and (ii) revised Oslo ABM Member and Trading Rules for fixed interest securities on Oslo ABM (Oslo ABM Rulebook, Version 1.1).

The revised Oslo Børs Rulebook contains certain changes to the draft version that was circulated for consultation; changes that may be deemed to be of importance for certain member firms. Some of these changes — in particular the changes to the rules on member firms provision of direct market access, see further below under “Overview of the Principal Changes to the Oslo Børs Rulebook—Direct Market Access (Order Routing)” — form part of an initiative by Oslo Børs (along with the introduction of a separate fee to discourage excessive order activity announced on 24 May 2012) to secure high quality, transparency and appropriate market surveillance of its markets in a fragmented trading environment; also taking into consideration the intention behind the guidelines on systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities dated 24 February 2012, issued by the European Securities and Markets Authority (ESMA) (ESMA/2012/122).

The principal changes to the Oslo Børs Rulebook compared to the prior version of the Rulebook (Version 1.1) are highlighted below under “Overview of the Principal Changes to the Oslo Børs Rulebook”, including the principal changes compared to the draft version that was circulated for consultation.

No significant changes have been made in the Oslo ABM Rulebook, neither compared to the prior version of the Oslo ABM Rulebook (Version 1.0) nor compared to the draft version that was circulated for consultation.

The Rulebooks are prepared in English only.

The revised Rulebooks, as well as redline versions of the revised Rulebooks showing all changes made to the current Rulebooks, are enclosed with this Circular.

### Transposition

The revised Rulebooks will come into force from and including 12 September 2012. Hence, the revised Rulebooks will come into force earlier than initially anticipated (which was simultaneously with implementation of Millennium Exchange as new trading system for equities and fixed interest securities, as set out in the consultation paper).

Although some member firms submitted comments to the revised Rulebooks during the consultation process, the consultation process as such did not result a need for any substantive changes to the drafts that were circulated. Oslo Børs has as a consequence concluded that it is appropriate to implement the revised Rulebooks immediately; also taking into consideration that certain of the revisions are made due to guidelines issued by the European Securities and Markets Authority concerning systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities (ESMA/2012/122), and that fact that the revised Rulebooks may be implemented independently of implementation of Millennium Exchange.

In respect of certain changes to the draft that was sent for consultation, member firms will be granted a transitional period to comply; see below under "Overview of the Principal Changes to the Oslo Børs Rulebook—Direct Market Access (Order Routing)".

The revised Market Models will, as planned, still come into force simultaneously with implementation of Millennium Exchange.

#### Overview of Principal Changes to the Oslo Børs Rulebook

##### *ESMA Guidelines (ESMA/2012/122)*

New Rule 1315 require member firms to observe and comply with the guidelines on systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities dated 24 February 2012, issued by ESMA (as amended or supplemented from time to time). These guidelines are available at: [http://www.esma.europa.eu/system/files/esma\\_2012\\_122\\_en.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/esma_2012_122_en.pdf) .

The new Rule implies that a breach of the guidelines will also constitute a breach of the rules of the exchange, and hence be subject to the compliance procedure rules of the Rulebook.

##### *Sponsored Access (Member Authorised Connection)*

New Rule 2103 introduces the possibility for member firms to offer its clients sponsored access (referred to as member authorised connection in the prior version of the Oslo Børs Rulebook (Version 1.1)) to its customers, subject to prior written approval by the exchange. The new rules on sponsored access contemplates inter alia that level controls will be provided within the trading system to assist member firms with sponsored access order flow validation, that all orders submitted via sponsored access will pass through the exchange level controls before reaching the order book, and that sponsored access may be offered on this basis only. Such facilities are however not at the moment available in the trading system of the exchange, and may further not be available as of implementation of Millennium Exchange. Hence, member firms may not provide clients with sponsored access until such facilities are available in the trading system of the exchange, and the exchange offering such facilities (based on member firm demand).

##### *Direct Marked Access (Order Routing)*

The Rules on direct marked access (referred to as order routing in the prior version of the Oslo Børs Rulebook (Version 1.1)) have undergone changes, some of which are highlighted below:

- Direct market access (order routing) in general: As set out in guidance to new Rule 2103, a member firm's provision of direct market access to clients will be subject to application by the member firm to the exchange and hence prior written approval by the exchange. An approval will apply to the direct market access activities of the member firm in general, and hence not on a customer-by-customer basis. Member firms that already are providing direct marked access (order routing) in accordance with the prior version of the Oslo Børs Rulebook (Version 1.1) may continue its direct marked access (order routing) activities without having to apply for exchange approval. However, to the extent member firms are providing direct marked access to other member firms, regulated markets, multilateral trading facilities or other similar organised trading facilities, such activities must regardless of the above be applied for as further discussed immediately below.

- Direct market access (order routing) to other member firms, regulated markets, multilateral trading facilities or other similar organized trading facilities: Pursuant to new Rule 2103.2 member firms shall not provide direct market access (or sponsored access) to other member firms or to, or via (routing systems or other systems operated by or in agreement with), regulated markets, multilateral trading facilities or other similar organised trading facilities, unless a written approval has been given by the Exchange in each case. Member firms are however in a transitional period until 1 November 2012 allowed to continue existing activities (as far as they are conducted within the framework of the prior Oslo Børs Rulebook (Version 1.1), such as to give these member firms time to apply to the exchange for approval of such activities. An approval will only be granted if the exchange, on the basis of the application, is satisfied that inter alia the provision of such services by the member firm does not present a risk to the orderly functioning of the exchange's markets (including with respect to systemic risks and market surveillance), that the member firm's provision of such services does not otherwise conflict with maintaining the integrity, transparency and good reputation of the exchange's markets, and subject to the standard terms and conditions for such activities as set by the exchange from time to time.

### *Clearing*

New Rule 5203 and New Rule 5230.2 have been changed to better facilitate introduction of additional central counterparties, to handle possible adjustments to operational clearing procedures in conjunction with introduction of such additional central counterparties, and to handle possible situations of registrations of central counterparty trades being ceased by one but not all relevant central counterparties.

## **1.8 Børssirkulære 8/2012: Revidert utgave av Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse**

### 1 Revidert utgave av Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse

Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES) offentliggjorde 23. oktober 2012 en revidert utgave av den norske anbefalingen for god eierstyring og selskapsledelse.

NUES-anbefalingen er tilgjengelig på norsk og engelsk. Anbefalingen kan lastes ned fra NUES' hjemmeside, [www.nues.no](http://www.nues.no). To eksemplarer vil bli sendt til hvert selskap med post. Ta gjerne kontakt med [notering@oslobors.no](mailto:notering@oslobors.no) ved behov for ytterligere eksemplarer.

### 2 Endringer siden anbefalingen fra oktober 2010

#### 2.1 Endringer i anbefalingen i oktober 2011

Den forrige trykte utgaven av anbefalingen ble gitt ut 21. oktober 2010. Etter høringen i 2011 valgte NUES å kunngjøre noen mindre endringer og tilpasninger i et eget dokument datert 21. oktober 2011. Disse endringene er beskrevet i børssirkulære nr. 8/2011.

#### 2.2 Endringer i anbefalingen i oktober 2012

NUES gjennomførte en skriftlig høring også i 2012. Nedenfor er de viktigste endringene omtalt kort:

- Kapittel 1 om redegjørelse for eierstyring og selskapsledelse.
- Innholdet i "følg eller forklar"-prinsippet er utdypet i kommentarene. Det er nå presisert at anbefalingen går lenger enn regnskapsloven når det gjelder de opplysningene selskapene gir.
- Kapittel 4 om likebehandling av aksjeeierne og transaksjoner med nærstående.
- I tråd med terminologien i anbefalingen for øvrig, fremgår det nå at fravikelse av fortrinnsrett i emisjoner "bør" begrunnes, og at børsmeldingen om slike emisjoner "bør" inneholde denne begrunnelsen. Dette innebærer ikke en materiell endring.
- Kapittel 7 om valgkomité.
- I kommentarene er det utdypet hvilket innhold en innstilling fra valgkomiteen bør ha. Blant annet fremgår det nå at begrunnelsen i innstillingen bør være knyttet til de kriteriene som fremgår av kapittel 8 om sammensetning av styret.
- Kapittel 8 om bedriftsforsamling og styre, sammensetning og uavhengighet
- Det fremgår nå at anbefalingen om sammensetning av bedriftsforsamling bare gjelder for de selskapene som faktisk har bedriftsforsamling. I kommentarene er det blant annet presisert at det ikke skal regnes som et avvik fra anbefalingen at et selskap ikke har bedriftsforsamling.
- Kapittel 10 om risikostyring og intern kontroll.
- Det tredje avsnittet i anbefalingen – om beskrivelse av intern kontroll mv. – er tatt ut fordi dette nå følger av regnskapsloven. Kommentaren som utdyper hva beskrivelsen bør inneholde, er beholdt.
- Kapittel 14 om selskapsovertakelse.
- Anbefalingen om at styret ikke bør forhindre eller vanskeliggjøre overtakelsestilbud, er gjort absolutt. Det er tatt inn en anbefaling om avtaler mellom målselskap og tilbyder (transaksjonsavtaler): Som hovedregel bør slike avtaler ikke hindre at målselskapet forsøker å skaffe konkurrerende bud. Heller ikke bør målselskapet gi tilbyder kompensasjon hvis budet ikke blir gjennomført. I alle tilfeller bør kompensasjonen være begrenset til tilbyders kostnader knyttet til

tilbudet. Transaksjonsavtaler som er av betydning for hvordan markedet vurderer tilbudet, bør offentliggjøres.

I tillegg er enkelte av kommentarene revidert, og notene ajourført med gjeldende lover og regler pr. 1. oktober 2012.

### 3 Børsens krav til årlig redegjørelse

Selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess skal i følge pkt. 7.1 i "Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper" gi en samlet redegjørelse for selskapets eierstyring og selskapsledelse i årsberetningen eller i dokument det er henvist til i årsberetningen. Redegjørelsen skal omfatte hvert enkelt punkt i anbefalingen. Dersom Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse ikke er fulgt, skal avviket begrunnes og det skal redegjøres for hvordan selskapet har innrettet seg på annen måte. 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.

I henhold til pkt. 7.2 i "Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper" skal selskapet dessuten sikre at den årlige redegjørelsen også omfatter opplysningene som er påkrevd etter regnskapsloven § 3-3 b. Dersom redegjørelsen gis i et dokument det er henvist til i årsberetningen, må dette dokumentet i sin helhet offentliggjøres senest samtidig med offentliggjøringen av årsrapporten.

Selskapene skal rapportere i henhold til den nye anbefalingen fra og med årsrapporten for 2012.

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.

Børsens krav vedrørende eierstyring og selskapsledelse er nærmere omtalt på <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Eierstyring-og-selskapsledelse2>.

### 4 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](mailto:info@nues.no).

For øvrig vises det også til NUES webside som er tilgjengelig på [www.nues.no](http://www.nues.no).

### **1.9 Børssirkulære 9/2012: Endring av praksis ved godkjenning av endringer i overtakelsestilbud, og mindre endringer i opptaksreglene for utstedere av aksjer og egenkapitalbevis**

#### Endring av praksis ved godkjenning av endringer i overtakelsestilbud

Verdipapirhandelloven ("vphl.") kapittel 6 regulerer tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av noterte selskaper. Loven gjennomfører direktiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud i norsk rett (Take-over direktivet).

Tilbudsplikt utløses ved erverv av mer enn 1/3 av stemmene i et selskap notert på norsk regulert marked. Videre utløses tilbudsplikt ved erverv av 40 % og 50 % av stemmene (gjentatt tilbudsplikt). Reglene om frivillig tilbud omfatter tilbud til flere om kjøp av aksjer som innebærer at tilbudsplikt utløses hvis tilbudet aksepteres av de som har mottatt det.

Oslo Børs er tilbudsmyndighet for selskaper som er omfattet av de norske tilbudsreglene. De norske tilbudsreglene omfatter i utgangspunktet frivillig eller pliktig tilbud på aksjer i alle selskaper som er notert på Oslo Børs eller Oslo Axess. For selskaper som har aksjer notert på Oslo Børs eller Oslo Axess, men som er hjemmehørende i en annen EØS-stat, gjelder særskilte regler om delt lovvalg.

I egenskap av å være tilbudsmyndighet skal Oslo Børs godkjenne tilbud og tilbudsdokument utarbeidet i forbindelse med frivillige og pliktige tilbud (vphl. § 6-14 (1)), samt forøvrig påse at reglene i vphl. kapittel 6 overholdes av tilbyder og målselskap gjennom tilbudsprosessen.

Ved fremsettelse av både frivillige tilbud og pliktige tilbud er det relativt vanlig at tilbyder tar forbehold om å kunne forlenge tilbudsperioden eller endre andre vilkår for tilbudet, typisk ved øking av tilbudsprisen. Slike endringer må ha grunnlag i vilkårene for det opprinnelige tilbudet som ble fremsatt, for eksempel ved at det er tatt forbehold om at tilbudsperioden kan forlenges en eller flere ganger inntil lovens yttergrenser på seks og ti uker.

Praksis har vært at slike endringer, som fremmes på grunnlag av vilkår i det opprinnelige tilbudet, kan foretas uten at den konkrete endringen er gjenstand for særskilt godkjenning av tilbudsmyndigheten.

Endringer av tilbudet må fremmes innen utløpet tilbudsperioden.

Det må utarbeides et endringsdokument som gjengir endringen i tilbudet og gir riktige og fullstendige opplysninger om forhold av betydning for vurderingen av tilbudet. Når det gjelder slike opplysninger må tilbyder vurdere om det foreligger nye opplysninger i forholdt til situasjonen som forelå da det opprinnelige tilbudet ble fremmet.

Tillegget til tilbudsdokument vil kunne offentliggjøres gjennom informasjonssystemet til Oslo Børs.

Tilbydere som vurderer å foreta slike endringer i tilbudet som er fremmet må sørge for å starte prosessen for godkjenning tidlig nok slik at Oslo Børs er i stand til å gjennomføre kontrollen.

Oslo Børs vil belaste tilbyder gebyr ved godkjenning av endringer i tilbud og tillegg til tilbudsdokumenter.

## Endring i opptaksreglene for utstedere av aksjer og egenkapitalbevis

Med virkning fra 1.1.2013 gjøres det endringer i pkt. 3.5 i *Opptaksregler for aksjer på Oslo Børs* og tilsvarende i pkt. 3.6 i *Opptaksregler for aksjer på Oslo Axess*. Det nåværende obligatoriske introduksjonsmøtet utgår og erstattes med et obligatorisk introduksjonskurs, som vil være noe mer omfattende enn dagens undervisningsopplegg. Fristen for gjennomføring av det nye kurset forskyves med to dager, dvs. til dagen etter at selskapet har sendt inn søknad om opptak til notering.

Det vil fortsatt være krav om deltakelse fra selskapets administrerende direktør, finansdirektør, investor relations-ansvarlig, børskontakt samt et medlem av selskapets styre, med mindre børsen samtykker i noe annet.

Børsen vil fra og med januar 2013 tilby 11 introduksjonskurs som vil finne sted dagen etter søknadsfristens utløp. Det nye introduksjonskurset vil være avgiftsbelagt. Mot en tilleggsavgift vil det være mulig å avtale individuelle introduksjonskurs med børsen.

Nytt pkt. 3.5 i *Opptaksregler for aksjer på Oslo Børs* blir som følger:

### *3.5 Introduksjonskurs*

*Selskapets ledelse skal delta i undervisningsopplegg om selskapets forpliktelser som børsnotert selskap (introduksjonskurs). Selskapets administrerende direktør, finansdirektør, investor relations-ansvarlig, børskontakt samt et medlem av selskapets styre skal delta med mindre børsen samtykker i noe annet. Kurset skal være gjennomført senest børsdagen etter at søknad om børsnotering er sendt børsen.*

Tilsvarende endring gjøres i pkt. 3.6 i *Opptaksregler for aksjer på Oslo Axess*.



### 1.10 Børssirkulære 10/2012: Endringer i priser på Oslo Børs, Oslo Axess og Oslo ABM

Endringer i priser på Oslo Børs, Oslo Axess og Oslo ABM

Det vil fra 1. januar 2013 bli foretatt følgende justeringer i avgiftene for obligasjoner og sertifikater notert på Oslo Børs og Oslo ABM, samt for aksjer, egenkapitalbevis, tegningsretter og ETF'er notert på Oslo Børs og Oslo Axess.

#### 1. Obligasjoner og sertifikater notert på Oslo Børs og Oslo ABM

Avgifter for obligasjoner

Oslo Børs har besluttet å justere den årlige kursnoteringsavgiften, inkludert minimumsavgift og maksimumsavgift pr. ISIN, samt maksimumsavgift pr. låntaker pr år. Samtidig innføres det en ny avgift, registreringsavgift, for obligasjoner notert på Oslo Børs og Oslo ABM. Dette er en engangsavgift som påløper ved opptak til notering av obligasjonslån.

Som følge av dette vil nye avgifter være:

Type avgift		Notert kapital	Min. avgift (kr)	Maks. avgift (kr)
Kursnoteringsavgift	Avgift for første lån <sup>a)</sup>	Kr 54,59 pr mill kr i restgjeld (pr ISIN)	5 774	43 260
	Avgift for etterfølgende lån	Kr 36,85 pr mill kr i restgjeld (pr ISIN)	4 330	32 445
	Avgift dersom låntaker har noterte aksjer/egenkapitalbevis <sup>b)</sup>	Kr 36,85 pr mill kr i restgjeld (pr ISIN)	4 330	32 445
	Maks. avgift pr låntaker pr år			420 000

<sup>a)</sup> Det lånet som til enhver tid vil være det første lånet tatt opp til notering.

<sup>b)</sup> For låntaker som har aksjer eller egenkapitalbevis notert er kursnoteringsavgiften kr 36,85 pr mill kr i restgjeld for alle obligasjonslån.

Type avgift	Type lån	Avgift (kr)
Registreringsavgift for obligasjoner	Lån med særskilt standardiserte vilkår <sup>a)</sup>	3 000 pr ISIN
	Andre lån <sup>b)</sup>	5 000 pr ISIN

<sup>a)</sup> Ordinære senior bankobligasjoner, ordinære obligasjoner med fortrinnsrett, og andre særskilt standardiserte obligasjoner etter Oslo Børs' vurdering.

<sup>b)</sup> Obligasjoner av annen type enn som angitt i punkt a).

Oslo Børs har besluttet å justere den månedlige registreringsavgiften for sertifikater, samt det maksimale beløpet for hele sertifikatets løpetid.

Som følge av dette vil nye avgifter være:

Type avgift	Notert kapital	Min. (kr)	Maks. (kr)
Registreringsavgift for sertifikater	Pr. mnd. (maks. pr. lån)	545	5 450

#### *Kontrollavgift for lånebeskrivelse på Oslo ABM*

Avgiften for kontroll av lånebeskrivelse på Oslo ABM holdes uendret.

2. Aksjer, egenkapitalbevis og tegningsretter notert på Oslo Børs og Oslo Axess med mer

#### *Introduksjonsavgift for aksjer og egenkapitalbevis*

Etter justering vil nye avgifter være:

Type avgift	Verdipapir	Notert kapital	Fast avgift (kr )	Maks. avgift (kr )
Introduksjonsavgift Oslo Børs	Aksjer/egenkapitalbevis	Kr 494,40 pr mill kr i markedsverdi	463 500	957 900
Introduksjonsavgift Oslo Axess	Aksjer	Kr 494,40 pr mill kr i markedsverdi	412 000	906 400

Fakturering av introduksjonsavgift endres til kr 150 000 ved innledende møte, og til kr 150 000 ved søknad om børsnotering, uavhengig om børsnoterings-prosessen fullføres eller ikke. Disse beløpene går til fradrag i introduksjonsavgiften ved en eventuell notering.

Ekstra introduksjonsavgift som påløper ved notering av aksjer knyttet til "tildelingsretter før utstedelse" iht. pkt. 2.5.2 i opptaksreglene (såkalte "if issued", "if delivered" og tilsvarende), endres til kr 300 000.

Avgift for behandling av søknad om fristutsettelse for første noteringsdag endres til kr 25 750.

Avgift som påløper ved fusjon, fisjon og andre vesentlige endringer i henhold til løpende forpliktelser pkt. 12.1 (3), jfr. pkt. 12.2 og pkt. 12.3, der Oslo Børs pålegger selskapet å sende inn et dokument som innholdsmessig tilfredsstillende kravene til søknad om notering (jfr. pkt. 3.4 i børsens opptaksregler), endres til kr 220 400.

Avgift for fast track notering holdes uendret.

Det innføres en avgift for det obligatoriske introduksjonskurset i forbindelse med børsnotering. Avgiften vil være på kr 10 000 pr. selskap for opptil 5 deltakere (inkl. CEO, CFO, IRO, børskontakt og ett styremedlem). Oslo Børs vil dessuten tilby selskapene individuelle, bedriftstilpassede regelverkskurs etter avtale til kr 15 000. Fast track selskaper vil være unntatt fra denne avgiften.

#### *Årlig kursnoteringsavgift, overføringsavgift og avgift for dokumentkontroll*

Årlig kursnoteringsavgift fastsettes til kr 67 pr million kr i markedsverdi for selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess. Minimums- og maksimumsavgiften settes til hhv. kr 144 200 og kr 1 102 100.

Overføringsavgiften for Oslo Axess selskaper som søker notering på Oslo Børs endres til kr 220 400, hvorav halvparten påløper ved søknad og resten ved notering.

Ved fisjon, samt ved fusjon eller andre vesentlige endringer i henhold til løpende forpliktelser pkt. 12.1 (3), jfr. pkt. 12.2 og pkt. 12.3 påløper det en avgift for børsens kontroll av selskapets redegjørelse for fortsatt notering. For redegjørelse for fortsatt notering vil avgiftene endres til:

- Kr 10 600 for ordinære redegjørelser.
- Kr 53 000 for redegjørelser som omfatter domisilskifte.
- Kr 106 100 for redegjørelser som omfatter vesentlige restruktureringer som scheme of arrangements og tilsvarende.

For kontroll av tilbud og tilbudsdokumenter endres kontrollavgiften til kr 175 000 pr tilbud, pluss kr 60 pr mill kr i markedsverdi (for de aksjene som omfattes av tilbudet), tilsammen maksimalt kr 300 000. Behandling av søknad om reduksjon av garanti endres til kr 20 000 for hver søknad.

Det innføres også nye avgifter som følger: For kontroll av tilbud og tilbudsdokumenter som er gjenstand for delt lovvalg (jf.vphl og takeover-direktivet) og/eller tilbud med oppgjør i annet enn pengevederlag, vil det påløpe en ekstraavgift på kr 50 000 for børsens kontroll. Videre vil Oslo Børs med virkning fra 1. januar 2013 endre praksis ved endring av tilbud, hvoretter hver endring skal godkjennes av Oslo Børs som tilbudsmyndighet; se eget børsirkulære. Kontrollavgift på kr 20 000 vil påløpe pr endring.

Som følge av dette vil ny avgiftsstruktur være:

Type avgift	Verdipapir	Notert kapital	Min. avgift (kr)	Maks. avgift (kr)
Kursnoteringsavgift (årlig avgift)	Aksjer/egenkapital-bevis	Kr 67 pr mill kr i markedsverdi	144 200	1 102 100
	Tegningsretter		22 000	22 000
Kontrollavgift (avgift pr dokument)	Informasjonsdokument		53 000	53 000
	Redegjørelse for fortsatt notering		10 600	106 100
	Tilbud og tilbudsdokumenter	Kr 60 pr mill kr i markedsverdi	175 000	300 000
	Ekstraavgift ved tilbud med delt lovvalg mm	-	50 000	50 000
	Ekstraavgift ved endring av tilbud	-	20 000	20 000

Registreringsavgift for aksjer og tegningsretter

Registreringsavgift i forbindelse med gjennomførte aksjeemisjoner etter notering beholdes uendret, med unntak for maksimal registreringsavgift som justeres til kr 288 400.

For tegningsretter økes registreringsavgiften til kr 11 000.

### 3. Avgifter børshandlede fond (ETF'er)

Introduksjonsavgift for notering av en ETF endres til kr 15 000, maksimalt totalt kr 45 000 dersom man noterer flere ETF-er samtidig.

Maksimumsgrense for årlig noteringsavgift for en ETF basert på markedsverdi senkes fra kr 1 000 000 til kr 200 000.

Øvrige vilkår forblir uendret.

En oppdatert prisliste vil bli offentliggjort på [www.oslobors.no](http://www.oslobors.no) senest 1. januar 2013.

## 2. OPPTAK TIL BØRSNOTERING

### 2.1 Nye selskaper i 2012

Selskaper som har søkt om notering og er vedtatt tatt opp i 2012:

Navn	Marked	Styremøte/ vedtaks dato
Sevan Drilling ASA *	Oslo Børs	13.02.2012
Selvaag Bolig ASA	Oslo Børs	14.06.2012
Crudecorp ASA	Oslo Axess	15.06.2012
Polarcus Limited *	Oslo Børs	20.06.2012
Spectrum ASA *	Oslo Børs	02.07.2012
Veripos Inc	Oslo Børs	26.07.2012
Borregaard ASA	Oslo Børs	18.10.2012
Bridge Energy ASA *	Oslo Børs	27.11.2012

\* Overføring fra Oslo Axess til Oslo Børs

### 2.2 Opptakspraksis

#### 2.2.1 Sevan Drilling ASA – Likviditet og kryssmisligholdsbestemmelser (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret 16.01.2012)

Utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 16.1.2012 om overføring fra Oslo Axess til Oslo Børs – Likviditet og kryssmisligholdsbestemmelser.

Selskapet har overfor børsen bekreftet at de er "in compliance" med sine lånevilkår isolert. Sevan Drilling-konsernet har i lengre tid levd under "waivers" fra sine banker, som følge av at Sevan Marine, som tidligere morselskap, ikke har overholdt finansielle covenants implementert i garantier stillet overfor bankene og enkelte kryssmisligholdsbestemmelser.

Sevan hadde pr 31.3.2011 tilgjengelig likvide midler i form av bankinnskudd på USD 20 millioner. Selskapet hentet inn USD 350 millioner i forbindelse med den offentlig rettede emisjonen i forkant av noteringen på Oslo Axess 3. mai 2011. Beløpet tilsvarte forutsetning om nødvendig emisjon i børsstyrets vedtak om notering av 27. april 2011. Selskapet budsjetterer med en likviditetsbeholdning på USD 112 millioner ved utgangen av januar 2013.

Likviditetsbudsjettet legger til grunn at inngåtte låneavtaler og lånerammer opprettholdes. Sevan har fått "waivers" fra sine banker, som følge av at Sevan Marine, som tidligere morselskap ikke har overholdt finansielle covenants implementert i garantier stilt overfor bankene. Vi har fått bekreftet fra selskapets advokat Schjødt i e-post av 9. januar 2012 at de nevnte "waivers" gjelder for både for historisk og eventuelt fremtidig mislighold knyttet til Sevan Marine. Børsen har stilt spørsmål om de nevnte waivers er gitt tidsbegrenset. I e-post fra Advokatfirmaet Schjødt av 11.1.2012 fremgår følgende i forhold til dette:

"Som nevnt er altså waiverne som selskapet forholder seg til gitt uten spesifikk tidsbegrensning, og det er mellom partene i utgangspunktet heller ikke avtalt noen tidsfrister for oppfyllelse av de gjenværende formelle deliverables (CPene) i endringsdokumentasjonen. Bakgrunnen for dette er formodentlig også at man under omstendighetene, som vi har gitt uttrykk for, har ansett dette som

formaliteter som det ikke er noen grunn til at ikke skulle komme på plass i løpet av kort. Dersom så mot all formodning ikke skulle skje i det hele tatt, vil man formodentlig inngå nye/reviderte endringsavtaler eller liknende (å spekulere i hva det vil bety synes imidlertid som diskutert lite meningsfullt)."

Advokatfirmaet Schjødt har også i e-post 9. januar 2012 videre gitt følgende beskrivelse av prosessen med å få endret Sevans binding til Sevan Marine i sine finansieringsavtaler:

"Det har i lengre tid blitt arbeidet med banksyndikatene om endelig formell dokumentasjon som fjerner disse linkene til Sevan Marine, og således at behovet for waivers bortfaller. Som beskrevet nedenfor er endelige endringsavtaler for begge lånefasilitetene signert av samtlige parter.

(...)

Selskapet mener det ikke er grunnlag for å frykte at noen av disse betingelsene ikke vil bli oppfylt (de fleste er innenfor selskapets kontroll), og for Sevan Driller forventes slik oppfyllelse ilar dager. Dette er også vår forståelse. Frem til oppfyllelse av betingelsene for de to forskjellige fasilitetene vil Sevan Drilling uansett fortsette å forholde seg til nevnte gjeldende waivers – som blir overflødige fra tidspunktet for oppfyllelse."

Ut fra det Schjødt beskriver ovenfor er waivers som selskapet forholder seg til gitt uten spesifikk tidsbegrensning. Sevan vil utfra ovenstående redegjørelse fra advokatfirmaet Schjødt ha waivers som dekker historisk og eventuelt fremtidig mislighold fra Sevan Marine som skal gjelde inntil ovennevnte endringsavtaler er gjort effektive. Selskapets anses på bakgrunn av ovenstående å ha sannsynliggjort at de har tilstrekkelig likviditet til 12 måneders drift.

### **2.2.2 Valg av styremedlemmer (brev av 14.05.2012)**

Vi viser til selskapets søknad om notering på Oslo Axess datert 14. mai 2012. Selskapets søknad har nå vært behandlet av administrasjonen ved Oslo Børs. Administrasjonen vil ikke anbefale at søknaden fremmes for børsens styre med foreliggende vedtektsbestemmelse som gir management-selskapet rett til å utpeke styremedlemmer. Dette er basert på en egnethetsbetragtning etter opptaksreglene punkt 2.1.1. Før en noteringsprosess videreføres anmodes det om at vedtektene endres på dette punktet.

### **2.2.3 Universal Maritime Inc – Vedtekter som berører utsteders styre og dets medlemmer (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret 13.06.2012)**

*Utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 13.06.2012 om søknad fra Universal Maritime Inc. om notering primært på Oslo Børs, sekundært på Oslo Axess:*

Selskapet har flere uvanlige vedtekter som berører styret:

- Styremedlemmer velges for tre års perioder med begrenset mulighet for avsettelse i perioden
- Frist for forslag til nye styremedlemmer fra aksjonærene utløper 150 dager før generalforsamling
- Styremedlemmene kan endre vedtekter basert på flertall innad i styret
- Ingen fortrinnsrett for aksjonærene ifm. emisjoner
- Styret bestemmer selv egen godtgjørelse

Dette innebærer mindre reell innflytelse for aksjonærene enn hva vi er vant med i norske ASA.

Tidligere har vi stor grad sett de samme bestemmelsene i Ocean Rig, som ble godkjent for notering men som ikke gjennomførte noteringen, som også er stiftet på Marshall øyene. Vår vurdering den gang var at selskapet likevel var egnet for notering på Oslo Børs/Oslo Axess, bl.a. fordi selskapet nettopp var akseptert på Nasdaq. I tillegg nevner advokatfirmaet Wiersholm i saksgangen for Universal at samme vedtekter også godtas på NYSE. UMAR sine amerikanske juridiske rådgivere, Seward & Kissel LLP, bekrefter også dette iflg. Wiersholm.

Administrasjonen anser ikke at forholdet i seg selv er til hinder for notering men at forholdet må opplyses tydelig om i prospektet og at dette må være sentralt i fremtidig CG rapportering.

#### Konklusjon – Andre forhold

Vedtektene gir aksjonærene, som nevnt over, mindre innflytelse på selskapets styre enn for norske ASA. Børsen anser likevel ikke at dette gjør selskapet uegnet for notering.

#### **2.2.4 Spredningskrav ved noteringsoverføring fra Oslo Axess til Oslo Børs – Utsteder med to noteringssteder (e-post av 03.10.2012)**

Vi viser til e-post av 1. oktober 2012 om spredningskrav i forbindelse med en mulig søknad fra Bridge Energy ASA (heretter "utsteder") om noteringsoverføring fra Oslo Axess til Oslo Børs.

Utsteder har, i tillegg til notering på Oslo Axess, notert depotbevis som representerer underliggende aksjer på AIM i London. Depotbevisene som handles over AIM er registrert i CREST, og de underliggende aksjene hvis depotbevis representerer er forvalterregistrert i VPS på konto til særskilt utpekt forvalter for dette formål.

Spørsmålet er om det antall depotbevisiere som er registrert i CREST kan medregnes i det antall aksjeeiere utsteders aksjer skal være spredt blant på tidspunktet for overføring av notering fra Oslo Axess til Oslo Børs (minst 500 som hver eier aksjer med verdi minst kr. 10.000) jf. Opptaksreglene punkt 2.7 jf. punkt 2.4.2, eller om denne andelen skal holdes utenfor da poenget med depotbevisordningen er å sikre handel av denne andelen på AIM.

Ordlyden i Opptaksreglene punkt 2.7 gir etter børsens vurdering ikke svar på spørsmålet. Det er ikke nevnt i e-posten om depotbevisierne i forholdet mellom CREST og depotbevisierne, eller selskapsrettslig, er å anse som eiere av de underliggende aksjene jf. ordlyden i Opptaksreglene punkt 2.7 om at aksjene skal være spredt blant 500 "aksjeeiere", men børsen legger til grunn at det uansett ikke ville være avgjørende om depotbevisierne også var å anse som eiere av de underliggende aksjene.

Det avgjørende må etter børsens oppfatning være formålet bak regelen, som er å sikre at aksjer i utstedere som tas opp til notering på Oslo Børs kan påregnes å ha tilstrekkelig likviditet på denne markedsplassen.

Som nevnt i e-posten kan flyt av eierskap i aksjer/depotbevis skje mellom VPS og CREST etter en nærmere bestemt ordning. Investorer som har depotbevis i CREST kan kreve kreditering av aksjer i VPS mot sletting/innløsning av depotbevis (for handel i aksjene over Oslo Børs), og investorer som har aksjer i VPS kan få utstedt depotbevis i CREST mot overføring av underliggende aksjer til forvalteren (for handel i depotbevisene over AIM). Det er ikke gitt informasjon om ordningen med CREST og forvalteren er av en slik karakter at eiere av depotbevis i CREST kan selge aksjer over Oslo Børs forut for gjennomføring av en "omregistrering" av eierskapsinteressen, og likevel ha tilgang til aksjer til rett tid for levering til kjøperen i VPS (og vice-versa). Umiddelbar tilgjengelighet på Oslo Børs av aksjer som er representert ved depotbevis i CREST antas i alle tilfelle ikke å være tilstede; selv om det legges til grunn at "omregistrering" av eierskap i

depotbevis til aksjer kan skje forholdsvis raskt. Til dette kommer at det er nærliggende å legge til grunn at investorer normalt først vil se mot den markedsplassen investoren har en tilknyttet verdipapirregistrering med hensyn til omsetning av instrumentet. Dette kan ha flere årsaker, men faktorer så som kostnader forbundet med "omregistrering" og at investoren er bedre kjent med sitt hjemmemarked er eksempler på slike. Samlet sett tilsier dette etter børsens vurdering at en ved beregningen av om spredningskravet er oppfylt skal holde depotbeviserne utenfor.

Opptaksreglene punkt 9.2 om sekundærnotering kan hevdes å støtte ovenstående konklusjon. Etter denne regelen skal norsk utsteder som søker om sekundærnotering på Oslo Børs ha minimum 200 aksjeeiere med aksjer registrert i VPS. Da et norsk allmennaksjeselskap uansett må ha alle sine aksjer registrert i VPS, uavhengig av om selskapet også har sørget for et depotbevisregister i relasjon til sin primærnotering på utenlandsk markedsplass, må dette bety at depotbevisere holdes utenfor beregningen av om kravet til 200 aksjeeiere i VPS er oppfylt — om ikke ville det ikke være særlig igjen av virkeområdet for denne regelen. Regelen legger heller ikke opp til at børsen skal kunne foreta en skjønnsmessig vurdering av om depotbevisere rask og effektivt kan "omregistrere" sitt eierskap i depotbevis til eierskap i aksjer i VPS og at dette skal kunne medføre at depotbeviserne tas med i beregningen av antall aksjeeiere i VPS. Motsetningsvis peker regelen i punkt 9.2 også mot at et norsk primærnotert allmennaksjeselskap med sekundærnotering på annen markedsplass (slik som i denne saken) må ha 500 aksjeeiere med aksjer registrert i VPS og at depotbevisere holdes utenfor.

For ordens skyld nevner vi at ovenstående konklusjon ikke har betydning for gjeldende praksis om at investorer som står bak forvalterkonti kan medregnes (forutsatt tilfredsstillende dokumentasjon) i antall aksjeeiere ved beregningen av om spredningskravet er oppfylt i ordinære opptakssaker, der aktuell forvalterkonto ikke er et instrument for opprettelse av en depotbevisordning for notering på annen markedsplass. Dette fordi de aktuelle investorene i slike tilfeller må antas å inngå i den likviditet som er tilgjengelig på Oslo Børs.

Vi gjør oppmerksom på at dette skrivet kan bli offentliggjort i børsens årlige Vedtak og uttalelser-publikasjon.

### **2.2.5 Due Dilligence i opptaksprosess (e-post av 05.10.2012)**

We refer to the meeting between representatives from the management of the company and the Company's advisors and Oslo Børs on 3 October 2012 and the company's prelisting report of 26 September 2012.

Based on our review of the information we have received so far, we have the following comments:

#### 1. Due diligence in connection with the listing process

According to the pre-listing report and discussions in the pre-listing meeting, the Company requests that the legal due diligence is performed by the Company's legal advisor, and that the financial due diligence is performed by the Company's auditor.

In 2011 Oslo Børs formalised the practice to recommend that due diligence should be carried out by independent parties in the listing rules paragraph 3.2. The reasons for this are further described in circular 5/2011.

#### Legal due diligence

As agreed upon in the prelisting meeting, the company's legal advisor has per 4 October 2012 sent us a letter regarding matters relating to a planned forthcoming legal due



diligence and how sufficient independence will be ensured. As the law firm has not previously been the Company's legal advisor and will not carry out due diligence on work carried out by the law firm in question, and a legal counsel will be retained to confirm corporate matters relating to the fact that the Company is a British Virgin Island company, Oslo Børs accepts that the company's legal advisor performs the legal due diligence in this listing process.

#### Financial due diligence

On 5 October 2012 the company's auditor sent us a letter regarding the financial due diligence, explaining how it is planned performed, and how, in their opinion, sufficient independence will be met/ensured.

Oslo Børs' view is that the financial due diligence should not be carried out by the company's elected auditors. This view is not limited to individual audit partners in question, but extends to the audit firm which the elected auditor is associated with, even if the firm has separate departments or companies that carry out the due diligence, such as transaction service units. This is also described in circular 5/2011. We therefore request that the financial due diligence is performed by an independent audit firm.

### 3. STRYKNING/SUSPENSJON

#### 3.1 Selskaper som er strøket fra notering

Navn	Vedtaksdato
Inmeta Crayon ASA	21.02.2012
Fornebu Utvikling ASA	27.03.2012
Aker Floating Production ASA	29.03.2012
Neas ASA	25.04.2012
Teco Maritime ASA	26.04.2012
Kverneland ASA	14.05.2012
Havila Ariel ASA	06.06.2012
Statoil Fuel & Retail	09.07.2012
Aktiv capital ASA	20.07.2012
Origo AS	21.08.2012
Golar LNG Limited	24.07.2012
Fairstar Heavy Transport N.V	18.10.2012
ScanArc ASA	18.10.2012
Fara ASA	18.12.2012

#### 3.2 Strykningssaker

##### 3.2.1 Forespørsel vedr. mulige transaksjoner for å oppnå strykning uten søknad (e-poster oktober 2012)

E-post fra Thommessen 19.10.2012:

Nedenfor følger som avtalt de spørsmål vi gjerne vil ha avklart i forbindelse med [selskap X] ("X").

Selskapet har konkludert med at det ikke lenger er hensiktsmessig å være notert og ser derfor på ulike løsninger for å bli strøket fra notering. Selskapet er som kjent et Bermuda-selskap og således underlagt et annet rettslig regime enn et norsk allmennaksjeselskap. Som vi diskuterte, er selskapet fra børsens ståsted antagelig heller ikke lengre egnet for notering og det er grunn til at dette bør kunne påvirke børsens vurdering.

Selskapet er ikke i en situasjon hvor en aksjonær eier et tilstrekkelig antall aksjer til å foreta en tvangsinnløsning. Grensen for tvangsinnløsning på Bermuda er så vidt vi vet 95, men dette instituttet benyttes mindre enn for norske selskaper fordi Bermuda har andre rettslige prosesser (ref. blant annet punkt 1 nedenfor) hvor man kan oppnå det samme resultatet på en enklere måte/med en mer spredt aksjonærstruktur.

Vi har i utgangspunktet sett for oss følgende løsninger:

##### 1. Scheme of arrangement/fusjon

Etter det vi har fått opplyst vil både et scheme of arrangement og en fusjon i Xs tilfelle kreve tilslutning fra  $\frac{3}{4}$  av aksjekapitalen som er representert på generalforsamlingen. I begge tilfeller vil det opprettes et nytt hylleselskap ("shell company") uten annet innhold enn aksjekapitalen og aksjonærene i X vil motta aksjer i det nye (unoterte) selskapet som vederlag. Det nye selskapet vil ikke ønske en fortsatt notering på Oslo Axess. For disse tilfellene ønsker vi en bekreftelse på at Oslo Børs deler vår oppfatning om at Oslo Børs ikke vil ha grunnlag til å kreve fortsatt notering eller på annen måte motsette seg transaksjonen.

## 2. Generalforsamlingsvedtak og søknad om strykning

I lys av status under punkt 1 ovenfor, og det forhold at X ikke lengre anses egnet for notering, vil vi også gjerne høre hvordan Oslo Børs vil stille seg til en søknad om strykning direkte basert på et generalforsamlingsvedtak fattet med samme flertall som for vedtektsendringer (så langt vi kan se krever dette simpelt flertall av aksjekapitalen som er representert på generalforsamlingen, men det må bekreftes). En slik prosess vil både ta kortere tid enn, og være kostnadsbesparende i forhold til, prosessen beskrevet under punkt 1 ovenfor.

Vi står selvsagt til disposisjon dersom dere har noen ytterligere spørsmål i denne forbindelse.

### E-post fra Oslo Børs 23.10.2012:

Takk for din e-post. Vi har drøftet dette spørsmålet i dag, og ser at vi trenger noe mer informasjon om hva som ligger i en scheme of arrangement for å kunne gi en bekreftelse som etterspurt i pkt 1 i din e-post nedenfor. Vi ber herunder om å få en beskrivelse av prosessen (de ulike trinnene) som følger av en slik transaksjonsstruktur. Hva skjer med det opprinnelige selskapet X når transaksjonen er gjennomført?

Når børsen fatter vedtak om strykning etter søknad fra selskapet, så ligger det (som du nevnte på telefonen) vanligvis til grunn et GF-vedtak med en tilslutning fra aksjonærene på godt over 2/3 (minimumskravet for norske selskaper). Tilslutningen ligger gjerne på 80-90 %. Det er imidlertid vanskelig å generalisere, for børsen gjør en konkret vurdering fra sak til sak. Dersom det er en høy andel som stemmer i mot forslaget på generalforsamlingen, eller det for øvrig er klager fra flere aksjonærer, så vil børsen vektlegge dette i behandlingen av strykningssøknaden. Det er nok lite trolig at børsen vil fatte et strykningssøknad basert på simpelt flertall av aksjekapitalen representert på generalforsamlingen, selv om dette er tilstrekkelig for vedtektsendringer etter selskapets vedtekter.

### E-post fra Thommessen 24.10.2012:

Vedlagt følger det notatet vi har fått fra [selskapets] Bermuda-advokat vedrørende de to prosessene. Både ved et scheme of arrangement og ved en fusjon vil det opprinnelige selskapet bli oppløst.

### E-post fra Oslo Børs 24.10.2012:

Takk for din e-post med ytterligere opplysninger.

Børsloven forutsetter at det regulerte markedet ved behandling av en søknad om strykning skal gjøre en vurdering av eventuelle ulemper for aksjonærene. På bakgrunn av de mottatte opplysningene forstår vi at det her legges opp til å gjennomføre en scheme of arrangement eller fusjon for å oppnå strykning uten søknad. Etter børsens vurdering kan dette utgjøre brudd på god børsskikk, som i så fall ikke vil være en akseptabel fremgangsmåte. Brudd på god børsskikk vil kunne sanksjoneres etter løpende forpliktelser.

### **3.2.2 Fara ASA - Søknad om strykning der selskapet har søkt om strykning (vedtak fattet av administrasjonen ved Oslo Børs 18.12.2012)**

#### Innledning

Fara ASA har i brev av 9.11.2012 søkt Oslo Børs om strykning av selskapets aksjer fra notering på Oslo Børs i henhold til løpende forpliktelser punkt 15.1(4) jf børsloven punkt 25.1.

Grunnlaget for søknaden er vedtak fattet av selskapets generalforsamling 29. mars 2012 der det ble besluttet å søke aksjene i selskapet strøket fra notering

## Bakgrunn

Selskapet skriver blant annet følgende om bakgrunn for strykning i søknaden:

Bakgrunnen for forslaget om at Selskapets aksjer ikke ønskes videreført som notert på Oslo Børs, er at Selskapet finner at aksjen ikke lenger anses som egnet for videre notering. Dette begrunnes med svak likviditet i aksjen, liten fri flyt i aksjen som følge av konsentrert eierstruktur, jf at tre eiere kontrollerer over 50 % av aksjene, og ikke minst liten kapitalisert verdi. Selskapet anser på denne bakgrunn at vilkårene for fortsatt notering neppe lenger er oppfylt, jf Børsreglene, Opptaksregler for aksjer og vilkårene om allmenn interesse, spredning/antall aksjeeiere og regelmessig omsetning.

Det er videre Selskapets vurdering at videre finansieringsbehov kan løses uten gjennomføring av emisjoner over børs, samtidig som prissetting ved emisjoner over børs, også som en følge av svak likviditet i aksjen, representerer et stort utvanningspotensiale for Selskapets småaksjonærer.

En børsnotering representerer også løpende utfordringer for et så vidt lite selskap, knyttet til plikter og forventninger i forhold til markedskontakt og -kommunikasjon, administrasjon, rapporteringer, regnskap/revisjon mv. I tillegg kommer de løpende kostnader knyttet til noteringsavgift.

Det er på denne bakgrunn Selskapets vurdering at en kost-/nytte vurdering tilsier at det ikke lenger er hensiktsmessig å videreføre børsnoteringen, da ulempene og kostnadene ved fortsatt notering ikke veies opp av gevinstene ved fortsatt notering.

Selskapet legger samtidig vekt på å legge til rette for muligheten for fortsatt fri omsetning av aksjene i Selskapet, herunder at Selskapets småaksjonærer gis en anledning til å selge sine aksjer, slik at aksjonærenes interesser fortsatt vil bli ivarettatt.

## Stemmegivning på generalforsamlingen

Generalforsamlingen vedtok 29. mars 2012 å søke aksjene i selskapet strøket fra børsnotering. Følgende er opplyst i søknaden om stemmegivningen på generalforsamlingen:

I alt 23.553.884 aksjer var representert på generalforsamlingen, hvilket tilsvarer 74,6 % av selskapets aksjekapital. Vedtaket om strykning ble fattet med 23.336.256 stemmer i favør av forslaget, tilsvarende 99,1 % av avgitte stemmer / representert aksjekapital, mens 217.628 stemmer ble avgitt mot forslaget, hvilket tilsvarer 0,9 % av avgitte stemmer / representert aksjekapital.

I e-post av 30. november 2012 gir selskapet ytterligere opplysninger om stemmegivningen på generalforsamlingen hvor blant annet følgende fremgår:

Totalt har 26 aksjonærer avgitt stemme på generalforsamlingen hvorav 17 aksjonærer stemte for strykning 9 aksjonærer stemte mot. Av de som stemte for strykning har 5 selskaper tilknytning til Fara via styret og daglig ledelse i følge selskapet. (Redback AS, Rams AS, Datum AS Harburg AS og K2 invest).

Det synes ikke å foreligge noe sterkt og entydig engasjement mot strykning blant de minoritetsaksjonærene når kun 9 aksjonærer har stemt mot beslutningen. Selskapet har

ca 916 aksjonærer hvorav ca 233 aksjonærer eier aksjer til en verdi av minst kr 10.000.

Børsen har også merket seg at aksjonærene ble orientert om muligheten for strykning ved børsmelding 7. mars 2012 i form av en egen børsmelding med tittelen « Forslag om strykning fra notering på Oslo Børs».

Selskapets egnethet for videre notering

Selskapet anfører som begrunnelse for strykning er at selskapet ikke anses egnet som følge av aksjens likviditet, manglende oppfyllelse av noteringsvilkårene, konsentrasjon på eiersiden og kostnader ved fortsatt notering:

#### *Likviditet*

Selskapet opplyser at det er svak likviditet i aksjen og at det hittil i år har vært en omsetningshastighet på ca 29 % og at aksjen har vært omsatt i 128 av 217 mulige handelsdager.

#### *Oppfyllelse av noteringsvilkår*

Når det gjelder oppfyllelse av noteringsvilkårene så har selskapet en markedsverdi på ca MNOK 126, en spredning på ca 37 %, ca 916 aksjonærer totalt og 239 aksjonærer som eier aksjer for mer en kr 10.000.

Fara ville ikke kvalifisert til opptak til notering på Oslo Børs siden det ved opptak er krav til 500 aksjonærer med aksjer til en verdi på minst kr 10.000 og krav om kr 300 millioner i markedsverdi. Selskapet ville imidlertid oppfylt krav til antall aksjonærer og markedsverdi for notering på Oslo Axess. Selskapet oppfyller opptaksreglenes krav til spredning som er 25 %.

#### *Konsentrasjon på eiersiden*

Selskapet har totalt ca 930 aksjonærer. Selskapet opplyser at tre aktive eiere kontrollerer over 50 % av aksjene og at det kun er 11 aksjonærer som eier mer enn 1 % av selskapets aksjer som gir en relativt stor grad av konsentrasjon på eiersiden, samtidig som det er relativt mange småaksjonærer og at disse er relativt passive. Det er selskapets vurdering at den konsentrerte eierstrukturen vanskeliggjør innhenting av egenkapital over børs og dermed reduserer nytteeffekten av fortsatt børsnotering.

#### *Kostnader ved fortsatt notering*

Selskapet opplyser at for et selskap av Faras størrelse hvor eventuelt emisjonsbehov vil kunne løses på annen måte, anses selskapet nytte av å være notert å stå i forhold til kostandene.

Grunnlag for vurdering, vurdering og konklusjon

#### *Utgangspunkt*

I henhold til børsloven § 25 første ledd, kan børsen vedta at et finansielt instrument skal strykes fra notering hvis det ikke lenger tilfredsstillende børsens vilkår eller regler eller hvis særlige grunner forøvrig tilsier det. Videre fremgår det i samme bestemmelse at regulert marked likevel ikke kan «stryke et finansielt instrument hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon». I denne saken som ikke skyldes strykning på bakgrunn av brudd på børsregelverket, har børsstyret tillagt administrasjonen fullmakt til å vedta strykning.

## Tidligere saker

Av saker som tidligere er behandlet av børsen er strykningssaken vedrørende Fosen fra 2009 den som kanskje har størst likhetstrekk.

I Fosen saken innvilget børsen selskapets søknad om strykning. Forslaget om strykning fikk tilslutning fra 87 % av stemmene i generalforsamlingen i Fosen. De tilstedeværende minoritetsaksjonærer på den ekstraordinære generalforsamlingen var delt omtrent på midten hensyn til aksjeinnehav i spørsmålet om strykning. Et klart flertall av minoritetsaksjonærene målt i antall stemte imidlertid for strykning. Sett i kombinasjon med det lave antall fremmøtte på generalforsamlingen, ble det ikke ansett å foreligge noe sterkt og entydig engasjement mot strykning blant de små minoritetsaksjonærene. Mht. Fjord1 Vestlandske AS, som representerte det vesentligste av aksjer som stemte mot strykningen, påpekte Fosen at dette selskapet er en stor aktør og konkurrent innenfor det samme markedsområdet som Fosen/det fusjonerte selskapet. I tråd med børsstyrets uttalelser i saken vedrørende Kristiansand Dyrepark ASA, ble det anført at slike større, institusjonelle eiere må antas å kunne ivareta sine interesser også etter en strykning.

Fosen oppfylte ikke krav om spredning på 25 % men ville etter planlagt emisjon oppfylle krav om antall børsposteiere. Selskapet ble ikke ansett å være diskvalifisert som følge av manglende interesse, regelmessig omsetning eller egnethet. Likviditeten ble imidlertid vurdert å være svært svak og aksjonærsammensetningen som ganske låst der de tre største aksjonærene eide nesten 87 % av selskapets aksjer. Selskapet hadde en markedsverdi varierende fra ca 275 til 285. Der var imidlertid planlagt en fusjon hvorav selskapet dersom denne ble gjennomført utfra fremlagte opplysninger så ut til å tilfredsstillende opptaksreglens krav.

Basert på en samlet vurdering av saken, herunder manglende oppfyllelse av kravet til markedsverdi, aksjonærstrukturen og den svært begrensede likviditet, sammenholdt med en vurdering av minoritetsaksjonærenes interesse i fortsatt notering, ble vedtak om strykning av aksjene i Fosen besluttet av Oslo Børs.

Namsos Trafikkselskap ble nektet strykning av Oslo Børs i 2009. Vedtaket ble påklaget til børsklagenemden og stadfestet der. I Namsos Trafikkselskap ASA stemte en betydelig andel aksjonærer stemte mot strykning. Dette gjaldt både målt i antall hoder (45 aksjonærer) og stemmer (27,7 %). Stemmetallene var tilsvarende dem som forelå i Jøtul-saken, der strykning ble nektet. Disse tallene viste at det her var en adskillig større andel minoritetsaksjonærer som var motstandere av strykning enn i Børsstyrets saker vedrørende Kristiansand Dyrepark ASA og Fosen ASA der anmodningen ble imøtekommet. Det ble dessuten påpekt på at minoritetsaksjonærene ikke er gitt noe oppkjøpstilbud eller utredningsmulighet i forbindelse med den omsøkte strykningen.

I den forbindelse heter det i vedtaket at selskapet ikke tilfredstilte opptaksreglens krav til at aksjene skulle være spredt blant minst 500 børsposteiere. Selskapet hadde 467 børsposteiere. Opptaksreglens krav om markedsverdi på minimum 300 MNOK var heller ikke oppfylt, selskapets markedsverdi det siste året hadde variert mellom 65 og 85 MNOK. Børsen viste videre til at likviditeten i selskapet er svært svak. Samlet sett var det klart at selskapet ikke ville kvalifisert for opptak til notering på Oslo Børs. Selskapet oppfylte imidlertid vilkårene for opptak på Oslo Axess. Selskapets manglende oppfyllelse av opptaksvilkår talte isolert sett for å ta søknaden om strykning til følge, men dette ville selskapet kunne avhjelpe gjennom å søke overføring til Oslo Axess, slik at momentet i følge børsen ble tillagt begrenset vekt.

I saken vedrørende Kosmos AS (vedtak 30. april 1991) ble strykning nektet til tross for at selskapets generalforsamling hadde vedtatt å sende slik søknad med 88 % mot 12 % av stemmene. Samtlige tilstedeværende minoritetsaksjonærer stemte mot strykning. Det

er ikke opplyst i vedtaket hvor mange av disse som var tilstede. Hovedaksjonærene hadde en eierandel på 84,8 %, mens minoritetens aksjer var fordelt mellom én aksjonær med 11,6 % og 5.705 aksjonærer med totalt 3,5 %. Antallet børsposteiere var 495, og selskapet tilfredsstilte således ikke det dagjeldende opptakskrav til 500 børsposteiere. Dessuten oppfylte ikke styret i Kosmos kravene til uavhengighet i forhold til selskapets hovedaksjonærer.

Børsstyret la til grunn at det med den gjeldende aksjonærstruktur ikke kunne forventes å bli en betydelig omsetning av selskapets aksjer, og at selskapet ikke tilfredsstilte de formelle vilkår for opptak. Selskapet hadde imidlertid et betydelig antall aksjonærer, og ingen av de tilstedeværende minoritetsaksjonærene på generalforsamlingen hadde stemt for strykning. På denne bakgrunn fant børsstyret ikke å kunne imøtekomme søknaden.

Strykning ble også nektet i børsstyrets vedtak vedrørende Jøtul ASA (Vedtak og uttalelser 2002 s. 13). I denne saken kunne det etter børsstyrets oppfatning ikke uten videre konkluderes med at vilkårene for notering ikke var oppfylt. Andelen som stemte mot strykning på generalforsamlingen var dessuten markert større (29,5 %), til tross for at en del av minoritetsaksjonærene stemte for strykning. Kostnadene ved å være notert var ikke store nok til at dette kunne tillegges betydelig vekt som argument for strykning.

I saken vedrørende Linde-Group ASA (Vedtak og uttalelser 2004 s. 54) ble selskapet strøket etter å ha solgt ut hele sin operative virksomhet, jf børsforskriften § 2-7. Dette skjedde til tross for at fire minoritetsaksjonærer med en samlet aksjebeholdning på om lag 19 % i brev til Oslo Børs motsatte seg strykning.

Tilsvarende ble Kristiansand Dyrepark ASA strøket etter søknad (Vedtak og uttalelser 2004 s. 63). Av de aksjer som var representert på generalforsamlingen stemte om lag 85 % (ni aksjonærer) for strykning og 15 % mot (åtte aksjonærer). Selskapet oppfylte ikke opptakskravene til antall børsposteiere eller spredning, og aksjen hadde svært lav likviditet.

#### Vurdering og konklusjon

Selskapet opplyser i søknaden at de etter en eventuell strykning av aksjen vil praktisere en aksjonærpolitikk og prinsipper for eierstyring og selskapsledelse som tilgodeser samtlige av selskapets aksjonærer og som gir god informasjon om forhold av betydning for aksjonærene og som ikke minst skal sikre likebehandling av aksjonærer og aksjonærgrupper. Selskapet opplyser også at det vil bli videreført som et allmennaksjeselskap med de rettigheter det innebærer for aksjonærene.

Det står i søknaden punkt 5.2 at styret har besluttet at det skal gis et tilbud til samtlige aksjonærer som gir en ytterligere realisasjonsmulighet for eksisterende aksjonærer. Av telefonsamtale med selskapets administrerende direktør den 12.12.2012 ble det opplyst om at det på styremøtet 31.10.2012 ble «vedtatt at det skulle fremmes et tilbud til aksjonærene i selskapet» slik at disse skulle få en exit-mulighet. Vedtaket spesifiserte ikke hvem som skulle fremsette slikt tilbud, men selskapet selv har ikke i dag styrefullmakt til å kjøpe tilbake egne aksjer og et eventuelt tilbakekjøpstilbud vil størrelsesmessig uansett være begrenset av rammene oppstilt i allmennaksjeloven. Mer konkrete planer for et oppkjøps- eller tilbakekjøpstilbud forelå ikke etter Kirkefjords kunnskap, hverken fra selskapets største aksjonærer som er representert i styret, eller fra selskapet selv.

Ved en strykning vil aksjonærene i selskapet miste den sikkerhet som ligger i verdipapirlovgivningens regler om informasjonsplikt, rapportering og likebehandling.

Videre vil investorbeskyttelse i form av flaggeplikt, meldeplikt, insideregler og tilbudsplikt falle bort. Man vil også miste det organiserte handelsapparat og gjennomlysning av handelen som børsen representerer.

Allmennaksjelovens regler vil gi aksjonærene en viss beskyttelse også utenfor børs, men samlet sett langt svakere en det vernet verdipapirlovgivningen representerer. Eksempelvis vil selskapet ikke lenger ha plikt til å offentliggjøre delårsrapporter, informasjonsdokumenter eller kurssensitiv informasjon. Børsens kontroll med at selskapslovgivning og børsregelverk etterleves vil også bortfalle. De hensyn som ivaretas av eksempelvis granskningsinstituttet kan imidlertid ikke sees å bli ytterligere sikret ved at selskapet er børsnotert.

For selskapets vedkommende vil også en strykning kunne medføre at det blir vanskeligere å innhente ny kapital. Børsnotering gjør som utgangspunkt et selskap mer attraktivt som investeringsobjekt. Imidlertid har selskapet, som nevnt ovenfor, gitt uttrykk for at det ikke ønsker en videre notering, og for øvrig at selskapet etter den ikke vil ha behov for å hente kapital i markedet.

Videre vil strykning kunne medføre en direkte ulempe for aksjonærene ved at likviditeten reduseres ytterligere. Dette vil kunne redusere omsetningsverdien av aksjene.

En del aksjonærer kan ha offentlige eller interne regler som forhindrer dem i å eie unoterte aksjer. Fara har opplyst at de ikke er kjent med til at det foreligger aksjonærer i selskapet som er underlagt slike begrensninger. Børsen har ikke mottatt opplysninger som gir grunnlag for å overprøve denne vurderingen.

Oslo Børs har funnet at det foreligger særlige grunner som tilsier strykning i denne saken. Særlig er det lagt vekt på at det ikke synes å foreligge noe engasjement mot strykning blant minoritetsaksjonærene, da kun svært begrenset antall fremmøtte aksjonærer (9 aksjonærer) stemte mot strykning. Til dette kommer at antall fremmøtte aksjonærer på generalforsamlingen var lavt. . De fremmøtte minoritetsaksjonærene synes å ha vært delt i spørsmålet som strykning.

Oslo Børs har vurdert hvordan hensynet til selskapets minoritetsaksjonærer ivaretas i forbindelse med en strykning av selskapets aksjer fra notering, herunder ved at minoritetsaksjonærene ikke gis noen reell exit- eller uttredelsesmulighet forut for strykning. Til tross for at det ikke er gjennomført noe tilbud til aksjonærene, har Oslo Børs etter en samlet vurdering i denne konkrete saken likevel kommet til at en strykning ikke vil medføre vesentlig ulempe for aksjonærene eller markedets oppgaver og funksjon.

Selskapet oppfyller ikke opptakskravene for Oslo Børs i forhold til markedsverdi og antall aksjonærer med verdi på minst kr 10.000. Dette er imidlertid tillagt mindre vekt. Det er ikke symmetri mellom opptakskravene og løpende forpliktelser når det gjelder opptakskravene og selskapet kan være «egnet for notering» selv om kravene ved opptak ikke ville vært oppfylt. Børsen kan derfor ikke se at selskapet er diskvalifisert for notering på Oslo Børs som følge av manglende allmenn interesse, regelmessig omsetning eller egnethet fordi man ikke oppfyller minstekravet ved opptak i forhold til markedsverdi og antall aksjonærer.

I følge Oslo Børs' egne tall er det 22 selskaper av totalt ca 190 noterte selskaper som 2012 har hatt svakere likviditet målt utfra beløpsmessigverdi av handler i 2012. Nordnet, Netfond og Skandiabanken er i aksjen, noe som viser at det er noe interesse blant retail i aksjen. Likviditeten må uansett sies å være noe svak, men på langt nær i noen særstilling på Oslo Børs. Selskapets «svake likviditet» er derfor tillagt begrenset vekt i vurderingen om strykning. Tilsvarende gjelder de anførte forhold omkring konsentrert eierstruktur og kostnader ved fortsatt notering.



Det har gått en tid siden selskapet 29. mars 2012 besluttet å søke strykning. Det har også gått en viss tid siden selskapet den 9. november 2012 offentliggjorde sin strykesøknad gjennom børsens meldingssystem. For å gi aksjonærene en ytterligere tid til å tilpasse seg strykning så foreslås det å sette siste noteringsdag til 1. mars 2013.

Vedtak:

Administrasjonen ved Oslo Børs fattet den 18. desember 2012 følgende vedtak:

Aksjene i Fara ASA strykes fra notering på Oslo Børs. Siste noteringsdag settes til 1. mars 2013.

Oslo Børs har vurdert hvordan hensynet til selskapets minoritetsaksjonærer ivaretas i forbindelse med en strykning av selskapets aksjer fra notering, herunder ved at minoritetsaksjonærene ikke gis noen reell exit- eller uttredelsesmulighet forut for strykning. Til tross for at det ikke er gjennomført noe tilbud til aksjonærene, har Oslo Børs etter en samlet vurdering i denne konkrete saken likevel kommet til at en strykning ikke vil medføre vesentlig ulempe for aksjonærene eller markedets oppgaver og funksjon. Oslo Børs har særlig lagt vekt på at motstanden mot strykning blant selskapets minoritetsaksjonærer ved behandling i selskapets generalforsamling var svært liten, både i form av antall aksjonærer som har stemt mot forslaget om strykning og forholdsmessig antall aksjer representert på selskapets generalforsamling som har stemt mot strykning. Hensynet til minoritetsaksjonærene tilsier imidlertid at dato for strykning settes noe frem i tid.

## 4. LØPENDE UTSTEDERREGLER

### 4.1 Løpende informasjonsplikt mv

#### 4.1.1 Vedtak om overtredelsesgebyr

##### 4.1.1.1 Børsklagenemndens sak 1/2012: Cecon ASA

Avgjørelse 23. mai 2012 av klage fra Cecon ASA over Oslo Børs ASAs vedtak 29. februar 2012 om å ilegge Cecon ASA overtredelsesgebyr for brudd på Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper punkt 11.4 første ledd (plikt til å notere de nye aksjene uten ugrunnet opphold) og annet ledd (plikt til å offentliggjøre informasjon om endring i aksjekapitalen).

#### 1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Oslo Børs ASA («Oslo Børs» eller «børsen») fattet 29. februar 2012 vedtak («vedtaket») med slik konklusjon:

*«Overtredelsesgebyret for brudd på plikten til å notere de nye aksjene uten ugrunnet opphold, jf. løpende forpliktelser punkt 11.4 (1) jf. punkt 15.4 og børsforskriften § 31, settes til fire (4) ganger årlig kursnoteringsavgift lik kroner 560 000.*

*Overtredelsesgebyret for brudd på plikten til å offentliggjøre informasjon om endring i aksjekapitalen, jf. løpende forpliktelser punkt 11.4 (2), jf. punkt 15.4 og børsforskriften § 31, settes til én (1) ganger årlig kursnoteringsavgift lik kroner 140 000.»*

Cecon ASA («klager» eller «selskapet») v/advokatfirmaet Wikborg, Rein & Co. påklaget vedtaket i brev 21. mars 2012. Etter anmodning fra klager forlenget Oslo Børs klagefristen med én uke, jf. børsforskriften § 37 åttende ledd, og klagen er rettidig fremsatt.

Oslo Børs har vurdert klagen, men ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble ved brev 26. april 2012 oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjettede ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd, jf. børsforskriften § 3.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 23. mai 2012. Ved behandlingen deltok Bjørg Ven (leder), Trygve Bergsåker, Espen Klitzing, Hugo P. Matre og Jøril Mæland.

#### 2. Kort om selskapet

Cecon ASA er et offshore- og undervannsleverandørselskap som gjennomfører rørlegging og kabellegging, samt anskaffer, bygger og drifter skip. Selskapet opererer en flåte med moderne skip som installerer undervannsstrukturer. Selskapet har de siste årene hatt en utfordrende situasjon rundt verftet Davie Yards, som bygger skip for selskapet. Davie Yards har lenge arbeidet med å finne en løsning på sine finansielle problemer som indirekte også har rammet Cecon ASAs skipsbygging. Cecon ASA har tre skip under bygging ved Davie Yards. Davie Yards er nå solgt til nye eiere, og Cecon ASA har mottatt bekreftelser på at skipene vil bli ferdigstilt. Cecon ASA har vært notert på Oslo Axess siden 26. juni 2007 og ledes av administrerende direktør Terje P. Tellefsen.

#### 3. Sakens bakgrunn

##### 3.1 Rettet emisjon i desember 2009

I desember 2009 gjennomførte Cecon ASA en rettet emisjon mot eksisterende aksjonærer og andre investorer på grunnlag av styrefullmakt. Kapitalforhøyelsen utgjorde 18,18 % av den registrerte aksjekapitalen på daværende tidspunkt. Tegnerne i emisjonen fikk levert eksisterende og noterte aksjer i henhold til en låneavtale inngått mellom selskapet og tre av selskapets aksjonærer, mens aksjene som ble utstedt i emisjonen ble utdelt til aksjeutlånerne.

Kapitalforhøyelsen ble registrert i Foretaksregisteret 23. desember 2009. Børsmelding om endring av aksjekapitalen ble offentliggjort 28. desember 2009. Prospektet som relaterte seg til kapitalforhøyelsen, ble offentliggjort 28. oktober 2011, og aksjene ble deretter tatt opp til notering og ble derved omsettelige på regulert marked (Oslo Axess).

### 3.2 Reparasjonsemisjon

11. desember 2009 offentliggjorde Cecon ASA at styret ville foreslå for selskapets generalforsamling at det ble gjennomført en reparasjonsemisjon til samme kurs som den rettede emisjonen.

22. januar 2010 vedtok selskapet i ekstraordinær generalforsamling å gjennomføre reparasjonsemisjonen. Tegningsfristen ble satt til 31. mars 2010.

26. mars 2010 meldte selskapet om kansellering av reparasjonsemisjonen som følge av den kritiske situasjonen rundt verftet Davie Yards, og det forhold at aksjekursen lå vesentlig under emisjonskursen fra desember 2009.

### 3.3 Utstedelse av aksjer ved gjeldskonvertering i mars 2011

I forbindelse med restruktureringsprosessen i Cecon ASA, som blant annet omfattet restrukturering av selskapets obligasjonslån, ble det i mars 2011 utstedt aksjer til de eksisterende obligasjonseierne som kompensasjon for reduksjon av lån. Kapitalforhøyelsen utgjorde 49,99 % av den registrerte aksjekapitalen på daværende tidspunkt. Kapitalforhøyelsen ble registrert i Foretaksregisteret 21. mars 2011. Melding om endring av aksjekapitalen ble offentliggjort 22. mars 2011. Prospektet som relaterte seg til aksjene utstedt i kapitalforhøyelsen, ble offentliggjort 28. oktober 2011, og de nye aksjene ble deretter tatt opp til notering og ble derved omsettelige på regulert marked (Oslo Axess).

### 3.4 Annen bakgrunnsinformasjon; utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon

Ifølge vedtaket ble Oslo Børs 8. februar 2010 underrettet om at Cecon ASA hadde utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon, jf. lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (vphl.) § 5-3, i forbindelse med forhandlinger med en langsiktig strategisk investor om mulig investering i selskapet. Cecon ASA sendte 27. juli 2010 børsmelding om at selskapet hadde inngått en intensjonsavtale med den aktuelle investoren om en investering i selskapet i størrelsesorden 250 millioner kroner, og ifølge Oslo Børs utliknet dette informasjonen som var holdt tilbake i medhold av vphl. § 5-3, og som Oslo Børs var underrettet om i februar 2010. Senere ble det imidlertid klart at den aktuelle investoren ikke ville gjennomføre transaksjonen, og selskapet informerte markedet om dette i børsmelding 25. august 2010.

Verftet Davie Yards annonserte 25. februar 2010 at det hadde søkt om kreditorbeskyttelse etter Canadian Companies' Creditors Act (CCAA). Cecon ASA orienterte markedet om det samme forholdet ved børsmelding 26. februar 2010. Cecon ASA hadde på dette tidspunktet tre skip under bygging på, og eide også 33,1 % av, Davie Yards. Cecon ASA har opplyst at selskapet hadde begrenset tilgang til informasjon om situasjonen og utviklingen på verftet, fordi CCAA-prosessen ble styrt av domstolene i Quebec, men at selskapet likevel fikk tilgang til en del informasjon mot å

inngå en konfidensialitetsavtale. Ifølge vedtaket ble denne informasjonen, slik Oslo Børs forstår det, ikke behandlet som innsideinformasjon, og heller ikke meddelt Oslo Børs som utsatt offentliggjort informasjon. I klagen bekreftes det at selskapet ikke anså denne informasjonen som innsideinformasjon etter vphl. § 3-2.

Ifølge vedtaket ble Oslo Børs 16. september 2010 underrettet om at Cecon ASA hadde utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon, jf. vphl. § 5-3, i forbindelse med forhandlinger om gjeldsrestruktureringen. I klagen anføres det at selskapet klassifiserte dialogen med Riulf Rustad, som representant for en gruppe obligasjonseiere, som innsideinformasjon allerede 19. august 2010.

Cecon ASA informerte markedet ved børsmelding 13. oktober 2010 om at selskapet hadde kommet til enighet med obligasjonseierne om vilkårene for en restrukturering, samt hovedvilkårene for slik restrukturering. Ifølge vedtaket fra Oslo Børs utliknet dette informasjonen som var holdt tilbake i medhold av vphl. § 5-3, som underrettet til Oslo Børs 16. september 2010.

### 3.5 Avvik mellom registrerte aksjer i VPS og børsens egne databaser

I forbindelse med opptak av aksjene utstedt i de to kapitalforhøyelsene i selskapet, oppdaget Oslo Børs også et avvik mellom det selskapet hadde registrert av aksjer i VPS og det børsen hadde registrert i egne databaser. På bakgrunn av dette avviket tok Oslo Børs 1. november 2011 kontakt med selskapet for å avklare bakgrunnen for avviket. Selskapet besvarte samme dag at forskjellen skyldtes at en eier av frittstående tegningsretter i selskapet hadde konvertert 10 000 av disse tegningsrettene til fastlagt kurs på kr 0,65 pr aksje. Børsens undersøkelser viste at endringen i selskapets aksjekapital som følge av utøvelsen av de aktuelle frittstående tegningsrettene, ble registrert i Foretaksregisteret 19. april 2011. Selskapet sendte imidlertid ikke særskilt børsmelding om kapitalforhøyelsen. Antall aksjer utestående i selskapet etter kapitalforhøyelsen fremgikk først av selskapets kvartalsrapport for andre kvartal 2011, som ble offentliggjort 25. august 2011.

## 4. Rettslig grunnlag

Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper fastsatt av Oslo Børs, jf. børsforskriften § 1 tredje ledd, («løpende forpliktelser») gjelder tilsvarende for selskap som har utstedt aksjer til notering på Oslo Axess, med mindre annet er angitt, jf. løpende forpliktelser punkt 1.2 fjerde ledd. Det følger av løpende forpliktelser punkt 11.4 første ledd første punktum jf. børsforskriften § 5 annet ledd at: *«Ved senere kapitalforhøyelser i samme aksjeklasse som er notert anses de nye aksjene for automatisk tatt opp til notering uten søknad».*

Det følger av løpende forpliktelser punkt 11.4 annet ledd at selskapet skal *«straks offentliggjøre at kapitalforhøyelsen er registrert i Foretaksregisteret, samt størrelsen på ny aksjekapital».*

Etter punkt 11.4 første ledd annet punktum og tredje punktum skal opptak til notering *«skje uten ugrunnet opphold etter registrering av kapitalforhøyelsen. Børsen kan gjøre unntak fra annet punktum».*

Etter vphl. § 7-3 skal det ved opptak til notering av omsettelige verdipapirer på norsk regulert marked, herunder ved kapitalforhøyelse utover 10 % av aksjekapitalen i selskap med noterte aksjer, utarbeides prospekt. Prospektet skal godkjennes av Finanstilsynet, jf. vphl. § 7-7, og *«offentliggjøres senest når [...] notering foretas»*, jf. vphl. § 7-19.

Med hjemmel i børsloven § 31 jf. børsforskriften § 31 kan regulert marked ved *«vesentlige brudd på regulert markeds regler og forretningsvilkår»* vedta å ilegge

utstedere av finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på vedkommende regulerte marked, et overtredelsesgebyr, jf. også løpende forpliktelser punkt 15.4.

Det følger av børsforskriften § 31 annet ledd bokstav a) at «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.»

## 5 Børsens vedtak

Børsen fattet 29. februar 2012 vedtak som referert under punkt 1.

### 5.1 Unnlatelse av å ta opp aksjer til notering uten ugrunnet opphold

#### 5.1.1 Innledende merknader

Om den rettslige konsekvensen av at «opptak til notering» skal «skje uten ugrunnet opphold etter registrering av kapitalforhøyelsen», jf. løpende forpliktelser punkt 11.4 første ledd annet punktum, uttaler Oslo Børs følgende i sitt vedtak:

*«Etter løpende forpliktelser punkt 11.4 (1) andre punktum skal selskapet sørge for at opptak til notering av nye aksjer skjer uten ugrunnet opphold. Der de aktuelle aksjene ikke kan tas opp til notering før selskapet har offentliggjort et noteringsprospekt i samsvar med reglene i vphl. må som en konsekvens slikt noteringsprospekt offentliggjøres uten ugrunnet opphold.*

*(...)*

*Plikten for utstederselskapene til å besørge notering av nye aksjer uten ugrunnet opphold er viktig for å bidra til et effektivt aksjemarked, samt for at tegnere i emisjoner raskt skal kunne omsette de nytegnede aksjene over børs. Når kapitalforhøyelsen i tillegg utløser prospektplikt og slikt prospekt ikke offentliggjøres tilflyter heller ikke den informasjonen som skal inntas i prospektet (og som ikke er offentliggjort på annen måte) markedet.*

*(...)*

*Dette støtter også opp om formålet med prospektplikt ved opptak til notering i forbindelse med kapitalforhøyelser i en notert aksjeklasse, nemlig at markedet skal få informasjon om større egenkapitaltransaksjoner og selskapsanliggender i forbindelse med dette. Slik informasjon bør være relatert til forholdene på emisjonstidspunktet og tilflyte markedet i tidmessig nærhet til gjennomføring av kapitalforhøyelsen.»*

Børsen viser i vedtaket til at det ikke spesifiseres nærmere i løpende forpliktelser hva som ligger i «uten ugrunnet opphold», men at ordlyden tilsier at aksjene skal tas opp til notering så snart som praktisk mulig og at et eventuelt tidsmessig opphold skal ha saklig grunn.

Børsen drøfter deretter hvilken betydning ulike omstendigheter har for vurderingen av om aksjene er tatt opp til notering «uten ugrunnet opphold».

#### 5.1.2. Betydningen av at selskapet planla en etterfølgende emisjon

Om betydningen av at selskapet planla etterfølgende emisjon, uttaler Oslo Børs blant annet:

*«Det forhold at utsteder skal gjøre en etterfølgende emisjon etter plassering av en rettet emisjon betyr ikke at utsteder uten videre kan vente med å iverksette utarbeidelse av prospekt til nærmere den etterfølgende emisjonen. Dersom det*

*går lang tid fra tidspunktet for plassering av den rettede emisjonen til tegningsperioden for den etterfølgende emisjonen må utsteder offentliggjøre to separate prospekter».*

### 5.1.3 Betydningen av at selskapet hadde utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon

Oslo Børs viser til at Cecon ASA i periodene fra 8. februar 2010 til 27. juli 2010, samt fra 16. september 2010 til 13. oktober 2010 hadde utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon, og bemerker:

*«En særskilt problemstilling blir hvilken betydning det skal få for fristberegningen at selskapet i deler av perioden fra gjennomføring av den rettede emisjonen i desember 2009 til offentliggjøring av prospektet (og opptak til notering av de aktuelle aksjene) i oktober 2011 var i en situasjon der det hadde utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon; nærmere bestemt om dette utgjør en saklig grunn for et tidsmessig opphold for notering av de aktuelle aksjene».*

Oslo Børs legger til grunn at reglene om prospekters innhold er av betydning for denne problemstillingen, og viser herunder til innholdskravet for prospekter i vphl. § 7-13 første ledd jf. prospektforordningen (EF 809/2004) gjennomført i verdipapirforskriften § 7-13, samt at selskapets styre er ansvarlig for at prospektet fyller de krav som er fastsatt, jf. vphl. § 7-18 første ledd, og at hvert enkelt styremedlem skal avgi en erklæring om at «opplysningene i prospektet så langt de kjenner til er i samsvar med de faktiske forhold, at det ikke forekommer utelatelser fra prospektet som er av en slik art at de kan endre prospektets betydningsinnhold, og at de ansvarlige har gjort alle rimelige tiltak for å sikre dette» jf. vphl. § 7-18 tredje ledd.

Oslo Børs viser til at enkelte opplysninger kan utelates i prospekt etter vphl. § 7-16 nr. 2, men fremholder at «[d]e materielle vilkårene for å kunne utelate opplysninger etter denne bestemmelsen synes å være noe strengere enn de materielle vilkårene for å kunne utsette offentliggjøring av innsideinformasjon jf. vphl. § 5-3.» Oslo Børs nevner følgende forskjeller:

*Etter vphl. § 5-3 kan utstederen utsette offentliggjøring av innsideinformasjon for ikke å "skade sine legitime interesser" forutsatt at "allmennheten ikke villedes av utsettelsen"; mens det etter vphl. § 7-16 nr. 2 er en forutsetning for utelatelse av opplysninger i prospekt at "offentliggjøring av opplysningene fører til at utstederen blir alvorlig skadelidende" og at utelatelsen "ikke vil kunne virke villedende på offentligheten med hensyn til forhold som er av vesentlig betydning for vurderingen av utstederen [...] eller verdipapirene". Prosedyrekravene i de to regelsettene er også forskjellige. Ved utsatt offentliggjøring etter vphl. § 5-3 skal utstederen jf. verdipapirforskriften § 5-1 underrette vedkommende regulerte marked, mens utelatelse av opplysninger i prospekt kun kan skje ved dispensasjon fra prospektmyndigheten jf. vphl. § 7-6".*

Oslo Børs skriver videre:

*"Selv om utstedere har mulighet til å søke om tillatelse til å utelate informasjon fra prospektet kan Oslo Børs ha forståelse for at gode grunner etter omstendighetene kan tilsa at denne adgangen ikke benyttes. Oslo Børs legger også til grunn i denne konkrete saken at selskapet hadde saklig grunn til ikke å offentliggjøre prospekt i perioden 8. februar 2010 til 27. juli 2010. Oslo Børs er imidlertid av den oppfatning at selskapet i den aktuelle perioden kunne og skulle ha innrettet seg slik at det raskt etter det tidspunkt det ikke lenger var i en situasjon av utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon var i stand til å offentliggjøre prospektet, og således besørge notering av de nye aksjene. Etter den 27. juli 2010 (og frem til 16. september 2010) var ikke selskapet lenger i en*

*situasjon med utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon, og dette var således ikke til hinder for offentliggjøring av prospektet»*

#### 5.1.4 Betydningen av at det forelå andre usikkerheter knyttet til virksomheten

Oslo Børs viser til selskapets anførsel om at den kritiske og stadige endrede situasjonen for verftet Davie Yards i Canada medførte at det ble vanskelig å gi korrekt informasjon i prospektet, og at selskapet fikk tilgang til en del informasjon mot å inngå en konfidensialitetsavtale. Til dette uttaler Oslo Børs:

*«Oslo Børs legger imidlertid til grunn at det også i en slik situasjon må være mulig å utarbeide prospekt innenfor den angitte tidsfrist for notering i løpende forpliktelser. Det foreligger ikke noe krav om at alle forhold relatert til selskapet skal være avklart i et prospekt. Kravet er at virksomheten, herunder risikoforhold knyttet til virksomheten, beskrives slik den er på tidspunktet for prospektet og at eventuelle planer eller behov for restrukturering og/eller andre omorganiseringer beskrives i henhold til status for de aktuelle planer og behov. Hvilke opplysninger som skal inngå vil naturligvis være gjenstand for diskusjon mellom selskapet og prospektmyndigheten. Oslo Børs har likevel grunn til å tro at selskapet og prospektmyndighet ville komme til enighet om en beskrivelse av selskapets situasjon innenfor en regulær kontrollperiode. Også formålet med prospektplikten ved kapitalforhøyelser i selskap med noterte aksjer tilsier at selskap og prospektmyndighet vil måtte innrette sitt arbeid slik at offentliggjøring av prospekt skjer i tidsmessig nærhet til den aktuelle transaksjonen. En forutsetning for offentliggjøring av prospekt i tidsmessig nærhet til den aktuelle transaksjonen vil naturligvis være at selskapet også på et tidlig stadium innleder kontakt med prospektmyndigheten om utforming og godkjenning. Dette synes ikke å ha vært gjort. Etter det opplyste sendte selskapet prospektet til prospektmyndigheten for kontroll først den 9. september 2011».*

#### 5.1.5 Betydningen av at det forelå en ordning med aksjelån

Børsen viser til selskapets anførsel om at de aktuelle tre aksjonærene som i perioden ikke hadde aksjer som var omsettelige over børs, var innforstått med utsettelsen, og uttaler:

*«Tatt i betraktning det store antall aksjer som ble utstedt er det grunn til å tro at en relativt stor gruppe aksjonærer ble påført en ulempe ved at aksjene de tegnet seg for ikke ble omsettelige over børs før i overkant av syv måneder etter utstedelsen. Det vises i den forbindelse til at også erververe av de nyutstedte aksjene i annenhåndsmarkedet vil påføres tilsvarende ulempe så lenge aksjene står registrert på separat ISIN i påvente av prospekt».*

#### 5.1.6 Betydningen av selskapets ressursituasjon

Om betydningen av selskapets ressursituasjon uttaler børsen blant annet:

*«Etter børsens oppfatning må et børsnotert selskap avsette tilstrekkelige ressurser til å overholde de forpliktelser som følger av en børsnotering, herunder sørge for å engasjere eksterne rådgivere ved behov for bistand til utarbeidelse av prospekt»*

### 5.1.7 Dialogen med Oslo Børs; børsens dispensasjonsadgang

Oslo Børs viser til at selskapet har hevdet at det har vært i løpende dialog med Oslo Børs, og har oppfattet at Oslo Børs har vært informert og innforstått med situasjonen. Til dette kommenterer børsen:

*«Oslo Børs kjenner seg ikke igjen i denne beskrivelsen. I henhold til løpende forpliktelser punkt 11.4 (1) tredje punktum kan utstedere søke om dispensasjon fra plikten til å besørge opptak til notering av nye aksjer uten ugrunnet opphold. Selskapet søkte aldri om slik dispensasjon, og noen dispensasjon ble således heller aldri på noe tidspunkt gitt.»*

### 5.1.8 Konklusjon

Fra vedtaket hitsettes:

*«Notering av aksjene utstedt i den rettede emisjonen i desember 2009 fant sted 22 måneder etter registrering av aksjene i Foretaksregisteret. Fratrullet perioden fra 8. februar 2010 til 27. juli 2010 (omkring seks måneder) da selskapet hadde utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon knyttet til forhandlinger med en strategisk investor ble aksjene notert omkring 16 måneder etter registrering av aksjene i Foretaksregisteret. Notering av aksjene utstedt i gjeldskonverteringen i mars 2011 fant sted omkring syv måneder etter registrering av aksjene i Foretaksregisteret. Dette er etter børsens vurdering et klart brudd på plikten til å notere aksjene uten ugrunnet opphold, jf. løpende forpliktelser punkt 11.4 (1). Det vises i den forbindelse til at Oslo Børs tidligere har sanksjonert med overtredelsesgebyr i to saker hvor tidsperioden mellom registrering av utstedte aksjer i Foretaksregisteret og notering var rundt seks måneder».*

### 5.2 Manglende melding om utstedelser av aksjer i forbindelse med utøvelse av frittstående tegningsretter

Etter Oslo Børs' vurdering utgjør manglende oppdatering av utstedte aksjer brudd på en viktig bestemmelse i løpende forpliktelser som kan få betydning for andre aksjonærer med behov for å vite det riktige antall utstedte aksjer. Oslo Børs uttaler:

*«Hvis man ikke kan stole på at selskapet sender melding ved endringer av aksjekapitalen, vil dette utsette investor for risiko for brudd på regler om flaggeplikt og tilbudsplikt. Dette gjelder også der kapitalforhøyelsen er liten, og særlig der det går lang tid fra registrering til offentliggjøring av kapitalforhøyelsen slik som i dette tilfellet».*

### 5.3 Sanksjon

Oslo Børs skriver at de i valg og utmåling av sanksjon har sett hen til avgjørelser i lignende saker vedrørende brudd på notering av nye aksjer og melding om endring i aksjekapitalen, og viser til børsstyresak 23. april 2008 mot Copeinca ASA og børsstyresak 25. november 2003 mot Hands ASA. Oslo Børs skriver videre at i foreliggende sak gjelder det tre selvstendige brudd på løpende forpliktelser punkt 11.4, og videre:

*«Samtlige brudd er av langvarig karakter, og særlig gjelder dette i relasjon til aksjene utstedt i desember 2009. For så vidt gjelder brudd på plikten til å besørge opptak til notering av nye aksjer uten ugrunnet opphold foreligger det også brudd på samme bestemmelse i to tilfeller. De nevnte brudd vitner etter børsens vurdering om manglende rutiner og forståelse for viktigheten av at aksjer er tatt opp til notering og at markedet har riktig informasjon.»*



*Oslo Børs har ikke funnet grunn til å legge særskilt vekt på at Selskapets har vært en utfordrende periode, særlig tatt i betraktning at overskridelsen er av såpass langvarig karakter. Oslo Børs kan ha forståelse for at økonomiske utfordringer må prioriteres i en kortere periode, men kan ikke se at disse rettferdiggjør at aksjene ikke er tatt opp til notering på et langt tidligere tidspunkt enn i nærværende sak. Styret har ved utmålingen vektlagt at bruddene representerer flere overtredelser».*

## 6. Klagers anførsler

Cecon ASA («klager» eller «selskapet») v/advokatfirma Wikborg, Rein & Co. påklaget vedtaket i brev 21. mars 2012 («klagen»).

### 6.1 Unnlatelse av å ta opp aksjer til notering uten ugrunnet opphold

#### 6.1.1 Utgangspunkt

Klager viser til at kravet er at aksjene skal tas opp til notering «uten ugrunnet opphold» jf. løpende forpliktelser punkt 11.4 første ledd, og anfører:

*«Spørsmålet er da hva som utgjør et begrunnet opphold. Det er klart at for prospektpliktige kapitalforhøyelser innvilges utsteder noe tid til å utarbeide prospekt. Det anses altså begrunnet å trenge noe tid til dette. Oslo Børs har noe praksis som i enkelte situasjoner utpensler konkrete brudd på plikten og Oslo Børs har i Innstilling vist til Hands-saken (Børsstyresak 25.11.03) og Copenica-saken (Børsstyresak 23.04.08).*

*Vår oppfatning er at hva som er et begrunnet opphold må vurderes konkret på bakgrunn av Selskapets situasjon og praktiske/juridiske muligheter til utarbeidelse. I dette tilfellet har Selskapets situasjon vært ekstraordinær og spørsmålet om lengden mellom utstedelsen av aksjene og offentliggjøring av prospekt er et "ubegrunnet opphold" må avgjøres i lys av dette.»*

Klager redegjør deretter nærmere for de omstendigheter de mener at må anses som et begrunnet opphold.

#### 6.1.2 Arbeid med prospektet og CCAA-prosessen i Canada

Klager redegjør for arbeidet med prospektet i perioden 14. desember 2009 – 13. februar 2010, og herunder at arbeidet med prospektet ble stanset 13/14 februar 2010 etter telefonisk kontakt med Davie Yards om at det var problemer ved verftet. Selskapet informerte Oslo Børs 15. februar 2010 om at det var problemer ved verftet og førte innsidelister fra dette tidspunktet.

Klager anfører at da selskapet 13. februar 2010 ble innkalt til hastemøte i Canada på grunn av finansielle problemer ved verftet, var prospektet tilnærmet klart til innsendelse og kontroll hos Oslo Børs, daværende prospektmyndighet, og klager har lagt ved denne versjonen av prospektet.

Klager beskriver videre situasjonen ved verftet i Canada fra 25. februar 2010 da verftet Davie Yards annonserte at det hadde søkt om kreditorbeskyttelse (CCAA), og prosessen frem til endelig løsningsplan 4. oktober 2011, herunder at selskapet 16. mars 2010 inngikk konfidensialitetsavtale med Davie Yards for å få tilgang til underliggende informasjon om byggeprosjektene og finansieringen. Klager skriver at selskapet ikke vurderte denne informasjonen som innsideinformasjon etter vphl. § 3-2, og klager kommenterer at informasjonen var «dels uklar og fragmentert og uegnet til å trekke

konkrete konklusjoner. Basert på informasjonen forsto imidlertid Selskapet at forholdene ved verftet var uoversiktlige og ville kreve utredning».

Klager anfører:

*«Som følge av CCAA prosessen og den usikkerhet som pågikk kontinuerlig i perioden 25. februar 2010 til 22. juli 2011 er det Selskapets oppfatning at man ikke i praksis hadde anledning til å utarbeide og søke godkjenning av et prospekt. Den informasjon markedet etter 25. februar 2010 var mest opptatt av var situasjonen rundt byggingen av Selskapets skip i Canada. Som vist over kunne domstolen når som helst ved en hver frist beslutte å avslutte CCAA prosessen og ta verftet inn i en konkursbehandling. For prospektets beskrivelse av situasjonen i Canada var de svært vesentlig om verftet ville fortsette sin virksomhet eller bli slått konkurs. Gitt de korte fristene og den stadige utviklingen fant ikke Selskapet i denne perioden noe egnet tidspunkt til å utarbeide en prospektbeskrivelse egnet til innsendelse til kontroll hos prospektmyndigheten.*

*Da det ble klart at det var inngått en intensjonsavtale om overtakelse av verftet den 22. juli 2011 fant Selskapet at denne milepælen gjorde prospektarbeidet mulig. På dette tidspunkt hadde Selskapets rådgivere alt oppdatert øvrige deler av prospektet i stor grad og selskapet ferdigstilte utkast for kontroll ila ca 1,5 måned deretter.»*

#### 6.1.3 Forhandlinger med strategisk investor fra 1. februar til 25. august 2010

Klager redegjør for at det 1. februar 2010 var samtaler med en strategisk investor, at konfidensialitet var en nødvendig forutsetning for å fortsette forhandlingene, og at disse samtalene må kategoriseres som innsideinformasjon. Klager uttaler at selskapet og de finansielle rådgiverne på dette tidspunktet mente at de nødvendige avklaringene mht. den finansielle investoren ville komme tilstrekkelig raskt til at selskapet «*innen rimelig tid kunne offentliggjøre sine planer i forhold til investoren og deretter gjennomføre reparasjonsemisjonen og samtidig offentliggjøre noteringsprospekt*», men at forhandlingsgrunnlaget endret seg etter at situasjonen i Canada oppsto 25. februar 2010. Klager skriver at diskusjonene og forhandlingene med den finansielle investoren fortsatte frem til annonseringen av intensjonsavtale i 27. juli 2010, og at i perioden 1. februar 2010 til 27. juli 2010 var selskapet derved ikke i stand til å utarbeide et prospekt fordi vesentlig informasjon om den mulige investeringen ikke kunne inntas, og styret kunne derfor ikke avgi den nødvendige erklæringen om at all informasjon av betydning fremgikk av prospektet, jf. vphl. § 7-18.

Klager skriver videre at selskapet heller ikke kunne eller burde vært i stand til å ferdigstille og oppnå godkjenning av et noteringsprospekt i perioden fra 27. juli 2010 til ny innsideinformasjon oppstod den 19. august 2010, fordi den finansielle investoren i denne perioden gjennomførte due diligence undersøkelser, og det var dermed ikke klart at investoren ville foreta investeringen. Klager viser til at det 25. august 2010 ble klart at den aktuelle aktøren allikevel ikke ønsket å gjennomføre avtalen og «*Ettersom selskapets finansielle situasjon var svært anstrengt ville beskrivelsen i prospektet i stor grad avhenge av om man hadde langsiktig finansiering på plass eller ikke. Selskapet er dermed helt uenig med Oslo Børs i at det reelt forelå en mulighet til å ferdigstille og offentliggjøre et prospekt i denne perioden.*»

#### 6.1.4 Forhandling og gjennomføring av restrukturering

Klager opplyser at sensommeren 2010 kom Riulf Rustad på egne vegne, og på vegne av en del store obligasjonseiere, frem med et forslag til restrukturering som ville gi selskapet mulighet til fortsatt drift. Parallelt med dette ble det klart at de kravene den strategiske investoren stilte for å tilføre selskapet ny kapital, trolig ikke ville bli møtt, og

selskapets situasjon tilsa at man måtte finne en løsning for å unngå konkurs. Klager viser til at selskapet klassifiserte dialogen med Riulf Rustad som innsideinformasjon den 19. august 2010, og at det var avgjørende for forhandlingene på dette stadiet at det ikke ble offentliggjort informasjon om at de foregikk. Klager opplyser at forhandlingene var lange og omfattende, og at den prinsipielle løsningen ble annonsert først 13. oktober 2010, slik at selskapets styre heller ikke i perioden 19. august til 13. oktober 2010 kunne signere prospekterklæringen og overholde sin plikt etter vphl. § 7-18.

Klager skriver videre at man den 13. oktober 2010 kun var enige om et Term Sheet, og «[t]il tross for at man hadde enighet om hovedtrekkene i løsningen gjenstod imidlertid betydelige forhandlinger om detaljene i løsningen. Generalforsamlingen ga sin tilslutning den 28. februar 2011 og obligasjonseiermøtet den 3. mars 2011 (...). Endelig avtale ble inngått 10. mars 2011.»

Klager anfører på denne bakgrunn at selskapet heller ikke i perioden etter 13. oktober 2010 hadde anledning til å ferdigstille og oppnå godkjenning av prospekt. I tillegg til at forholdene i Canada var under kontinuerlig endring, viser klager til «at restruktureringen var langt fra klarlagt eller ubetinget på en slik måte at utarbeidelse av prospekt på dette tidspunktet i praksis kunne gjennomføres. Restruktureringen var helt avgjørende for beskrivelsen av selskapets finansielle situasjon i prospektet og så lenge restruktureringen ikke var avklart ville prospektets beskrivelse bli uklar og uoversiktlig da man i så fall ville måtte beskrive selskapets situasjon med og uten restruktureringen.»

#### 6.1.5 Arbeidet med prospektet etter gjennomføring av restruktureringen

Klager viser til at Oslo Børs i vedtaket har lagt til grunn at selskapet ikke arbeidet raskt nok med prospektet etter at restruktureringen var gjennomført, og klager gjennomgår tidsplanen for prospektarbeidet mellom 31. mars 2011 og 28. oktober 2011. Klager skriver at utfordringen i prospektarbeidet primært var knyttet til beskrivelsen av den delen av selskapets virksomhet som gjaldt skipsbyggingen i Canada, og klager vedlegger korrespondansen med Finanstilsynet i relasjon til prospektkontrollen til illustrasjon. Klager anfører videre at «For Selskapet fremsto det ikke som hensiktsmessig å beskrive de uklare forholdene på et skjæringspunkt i denne perioden da man innså at situasjonen ilet kort tid (og lenge før noen kontroll av prospektet kunne gjennomføres) ville endres», og klager mener at utarbeidelse på et tidligere tidspunkt «ikke var praktisk mulig under de foreliggende omstendighetene».

#### 6.1.6 Selskapets fokus og ressurser

Klager skriver at de ikke er uenig i at det må være en generell plikt for selskaper notert på Oslo Børs å sørge for at de har tilgjengelige ressurser til å oppfylle sine børsrettslige plikter, men at det foreligger ekstraordinære omstendigheter i foreliggende tilfelle som gjør at vurderingen må bli noe annerledes enn normalt. Klager viser herunder til at hovedutfordringen i prospektutarbeidelsen var beskrivelsen av situasjonen i Canada, og at dette var en situasjon i stadig utvikling der alle forhold ble håndtert av CFO Ivar Halvorsen. Halvorsen var også var knutepunktet mellom alle parter (ca. 16 stk.) som var involvert i de forskjellige prosessene ifm verftets situasjon. Klager anfører:

*«Selskapet og dets rådgivere er av den oppfatning at 1) ansettelse av ekstra ressurser i Cecon ikke ville løse problemet med utarbeidelse av prospekt da Ivar Halvorsen måtte ta ansvaret for dette, 2) Selskapets finansielle situasjon tilsa at Selskapet ikke kunne engasjere ytterligere ressurser da tilgang på kapital gjennom Restruktureringen først ble ubetinget på gjennomføringstidspunktet den 31. mars og 3) Selskapets kunnskap om CCAA prosessen og underliggende prosesser tilsa at Selskapet vurderte det som praktisk umulig å finne et skjæringspunkt for informasjon om situasjonen i Canada inntil 20. juli 2011.»*

### 6.1.7 Oppsummering og konklusjon

Fra klagen hitsettes:

*«Selskapet ber primært om at vedtaket om illeggelse av overtredelsesgebyr for brudd på plikten til uten ugrunnet opphold å sørge for at nye aksjer tas opp til notering i løpende forpliktelser punkt 11.4 oppheves. Subsidiært ber selskapet om at overtredelsesgebyret på fire ganger kursnoteringsavgift reduseres.*

*(...)*

*Etter Selskapets oppfatning viser redegjørelsen over at det foreligger en "begrunnet utsettelse" som følge av ekstraordinære omstendigheter som kan oppsummeres som følger:*

- Selskapet har i store deler av perioden fra gjennomføring av Kapitalforhøyelsen 2009 til Offentliggjøring av Prospektet hatt innside informasjon. Dette gjelder perioden fra 1. februar til 27. juli 2010 og perioden fra 19. august til 13. oktober 2011. Det foreligger i disse periodene isolert sett en motsetning mellom plikten til å offentliggjøre prospekt uten ugrunnet opphold jf. Løpende Forpliktelser punkt 11.4 og plikten til å gi all relevant informasjon i prospektet jf. vphl. § 7-18, som ikke er løst i loven. Etter Selskapets oppfatning kan man ikke pålegges en plikt til å avgi en uriktig prospekterklæring jf vphl § 7-18. At det forelå innside informasjon i disse periodene medfører dermed etter Selskapets oppfatning at man av den grunn hadde en "begrunnet" utsettelse jf. plikten i Løpende Forpliktelser punkt 11.4 (1).*
- Selskapet har fra 25. februar 2010 vært i en helt spesiell situasjon i tilknytning til Davie Yards CCAA prosess i Canada. Utfallet av prosessen har vært av avgjørende betydning for selskapets virksomhet knyttet til bygging av skipene. Prosessens formål er å finne løsning for videre drift, men det vurderes kontinuerlig fra domstolene i Canada om konkurs må bli det aktuelle utfallet. Prosessen er preget av mange og hyppige frister for løsning, med korresponderende risiko for konkursbehandling. Slik prosessen var lagt opp var det ikke før den 20. juli 2011 praktisk mulig å finne et praktisk skjæringstidspunkt for beskrivelse av situasjonen knyttet til bygging av selskapets skip i Canada.*
- Pga Selskapets anstrengte finansielle situasjon var en langsiktig finansieringsløsning av stor betydning for beskrivelsen i prospektet. I tillegg til informasjon om bygging av selskapets skip var det informasjon om finansiering markedet ventet på. Etersom det inntil endelig avtale om restrukturering ble inngått 10. mars ikke var klart at restruktureringen ville bli endelig avtalt, var det praktisk umulig å ferdigstille prospektet før restruktureringen var avklart.*
- Selskapet har vært svært bevisst sine børsrettslige plikter og holdt Oslo Børs løpende orientert, ført innside lister og informert markedet så snart det var mulig. Markedet har løpende fått all den informasjon Selskapet kunne gi om de forhold som var av betydning for prisingen av Selskapets aksjer. Selskapet har ikke på noen måte bevisst ignorert eller unnlatt å følge plikten til å utarbeide prospekt.*
- Selskapet arbeidet med prospektet med normal progresjon fra desember 2009 til situasjonen i Canada oppsto i midten av februar 2010 og børsstyret har feilaktig lagt til grunn at selskapet ignorerte sine plikter eller ikke hadde tilstrekkelig fokus på dette arbeidet.*
- Fra gjennomføring av Restruktureringen hadde selskapet og dets rådgivere fokus på utarbeidelse av prospektet. Den spesielle situasjonen i Canada medførte imidlertid at dette arbeidet tok lenger tid enn man normalt vil regne med. Selskapet har imidlertid ikke i perioden etter Restruktureringen på noen måte illojalt ignorert sine børsrettslige plikter mht utarbeidelse av prospekt.*
- Selskapet har oppfattet (om enn feilaktig) at den informasjon som løpende er gitt i dialog med Oslo Børs i kombinasjon med at børsen ikke har etterspurt eller purret opp prospekt, har handlet i forståelse med børsen. Selskapet mener dette bør tilskrives som en formildende omstendighet. Motsetningsvis vises i relasjon til utmålingspraksis i saken mot Global Geo Services ASA, Vedtak og Uttalelser 2008*

s. 64 flg. at overtredelse til tross for purring fra børsen ble sett som en skjerpene omstendighet. Selskapet mener at det faktum at selskapet i en så lang periode har hatt en løpende dialog med børsen om pågående forhold, derunder Kapitalforhøyelse 2009 og Kapitalforhøyelse 2011 uten å motta purring vedrørende prospekt bør anses formildende.

- *Subsidiært viser Selskapet til at Oslo børs synes å vektlegge at det foreligger en illojalitet eller bevisst tilsidesettelse av Selskapets plikter som følge av noteringen. Selskapet viser til den gjennomgang som er gjort over og at manglende utarbeidelse av prospekt på et tidligere tidspunkt på ingen måte reflekterer en slik holdning. Selskapet har vært i en helt spesiell situasjon og har hatt et stort fokus på å løse Selskapets utfordringer til aksjonærfellesskapets beste, sikre overlevelse samt kontinuerlig informere markedet om relevant informasjon av betydning for prisingen av selskapets aksjer.»*

## 6.2 Klagen over manglende melding om utstedelse av aksjer i forbindelse med utøvelse av frittstående tegningsretter

I klagen over børsstyrets vedtak om å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på plikten til å offentliggjøre informasjon om endring i selskapets aksjekapital som følge av utstedelse av nye aksjer i forbindelse med utøvelse av frittstående tegningsretter, anfører klager i hovedsak følgende:

Overtredelsesgebyr på én gang årlig kursnoteringsavgift er uforholdsmessig gitt overtredelsens karakter og bakgrunn. Klager viser til at kapitalforhøyelsen utgjorde 0,0067 %. Det er formildende at kapitalforhøyelsen var så vidt liten, og at skadevirkningene i markedet dermed var små. Klager viser videre til at informasjonen var tilgjengelig i Brønnøysundregistrene fra registrering.

Klager anfører at børsens praksis for sanksjonering av denne typen overtredelser er sprikende, og i Eitzen Maritime Services-saken (inntatt i Vedtak og uttalelser 2011 s. 104) ble brudd på samme bestemmelse kun sanksjonert med kritikk. Klager viser til at de nye aksjene i dette tilfellet utgjorde ca 20% av registrert aksjekapital.

Klager ber på grunnlag av ovennevnte om at Oslo Børs selv setter vedtaket om overtredelsesgebyr for brudd på løpende forpliktelser punkt 11.4 annet ledd til side, eller oversender klagen til Børsklagenemnden med påstand om omgjøring av vedtaket.

## 7 Børsens merknader til klagen

### 7.1 Unnlattelse av å ta opp aksjer til notering uten ugrunnet opphold

Børsstyret behandlet klagen i møte 25. april 2012. I protokollutskrift fra møtet anfører Oslo Børs at det ikke medfører riktighet at Oslo Børs for sitt vedtak har lagt til grunn at Cecon ASA rent faktisk ikke arbeidet med prospektet i perioden fra den rettede emisjonen i desember 2009 til 25. februar 2010. Oslo Børs uttaler:

*«Oslo Børs har derimot lagt til grunn at selskapet kunne og skulle iverksette utarbeidelse av prospekt fra tidspunktet for plassering av den rettede emisjonen den 11. desember 2009, og at tiden frem til den 27. juli 2010 (i overkant av syv måneder) utgjorde tilstrekkelig med tid for utarbeidelse, godkjenning og offentliggjøring av slikt prospekt. I perioden fra den 27. juli 2010 til den 16. september 2010 var ikke selskapet inne i en periode der det hadde utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon (slik det hadde vært i perioden fra 8. februar 2010 til 27. juli 2010), og dette var således ikke til hinder for offentliggjøring av prospekt.  
(...)»*

*Etter børsens oppfatning hadde ikke selskapet anledning til å stanse prospektarbeidet i midten av februar 2010.*

*(...)*

*Oslo Børs har lagt til grunn at det var mulig for selskapet å utarbeide prospekt selv om det var usikkerheter knyttet til Davie Yards, og selv om situasjonen knyttet til verftet var i stadig endring. Det foreligger ikke noe krav om at alle forhold relatert til selskapet skal være avklart i et prospekt.*

*(...)*

*Den 13. oktober 2010 var en prinsippløsning om restruktureringen kjent gjennom fremforhandlede hovedvilkår (term sheet), selv om endelig restruktureringsavtale, selskapsrettslige godkjennelser og godkjennelser fra kreditorer ikke var på plass. Da børsen er av den oppfatning at prospektet knyttet til notering av aksjene utstedt i den rettede emisjonen i desember 2009 uansett kunne og skulle ha vært offentliggjort på et tidspunkt før 16. september 2010 finner ikke børsen grunn til å gå inn på om selskapet hadde saklig grunnlag for ikke å offentliggjøre prospekt i perioden fra 16. september 2010 til 13. oktober 2010, eller i perioden fra 13. oktober 2010 til 31. mars 2011, annet enn å bemerke følgende: Slik som var tilfellet for perioden med utsatt offentliggjøring fra 8. februar 2010 til 27. juli 2010 ville børsen hatt forståelse for at gode grunner kunne tilsi at prospektet ikke ble offentliggjort i perioden fra 16. september 2010 til 13. oktober 2010.*

*Forutsetningen ville imidlertid ha vært at selskapet innrettet seg slik at det raskt etter 13. oktober 2010 var i stand til å offentliggjøre prospektet, for således å besørge notering av de nye aksjene. Etter 13. september 2010 var hovedvilkårene for restruktureringen kjent og status for denne, herunder med hensyn til risikoforhold, endelig avtale og gjennomføringsvilkår, kunne etter børsens oppfatning ha vært beskrevet i prospektet slik status var per prospekttidspunktet.»*

Oslo Børs gir i protokollutskrift fra børsstyremøte 25. april 2012 uttrykk for at den ikke kan se at det i klagen fremkommer noe nytt som skulle tilsi at klager hadde saklig grunn til å utsette offentliggjøring av prospektet, og derved notering av, de nye aksjene utstedt i gjeldskonverteringen i mars 2011, frem til slutten av oktober 2011.

Oslo Børs kan heller ikke se at børsens sanksjonsfastsettelse ikke i tilstrekkelig grad vektla at selskapet har vært i en vanskelig situasjon som følge av at Davie Yards ble satt under administrasjon. Sanksjonen er etter Oslo Børs' vurdering i tråd med tidligere liknende saker.

## 7.2. Manglende melding om endring av aksjekapital

Oslo Børs gir også i møtet 25. april 2012 uttrykk for at de fastholder sin vurdering om at det ikke er av vesentlig betydning at kapitalforhøyelsen det er tale om var liten (tilsvarende en økning i aksjekapitalen på 0,0067 prosent). Oslo Børs viser til at det i Eitzen Maritime Services-saken, som klager påberoper seg, var tale om en kapitalforhøyelse som var adskillig større, men at det på den annen side gjaldt en gjeldskonvertering der styrebeslutning (i henhold til emisjonsfullmakt fra generalforsamlingen) om gjennomføring av kapitalforhøyelsen ble meldt straks ved særskilt børs melding, og i denne meldingen ble det bekjentgjort at de nye aksjene ville utstedes på eller omkring samme dag den 31. mai 2010. Markedet og børsen var således gjort kjent med at kapitalforhøyelsen ville være gjennomført kun kort tid etter selskapsbeslutningen, selv om Eitzen Maritime Services strengt tatt skulle ha sendt særskilt melding om ny aksjekapital etter registreringen i Foretaksregisteret samme dag.

Oslo Børs er på grunnlag av de konkrete forhold i saken av den oppfatning at sanksjonen er riktig.

Etter Oslo Børs' vurdering gir verken anførselene i klagen eller andre forhold grunnlag for omgjøring av vedtaket.

## 8. Børsklagenemndens vurdering

### 8.1 Unnløtelse av å ta opp aksjer til notering uten ugrunnet opphold

Saken dreier seg for emisjonenes del om hva som kan sies å være *uten ugrunnet opphold* i de tilfeller der det etter vphl. kapittel 7 må utarbeides et opptaksprospekt etter en rettet emisjon som er gjennomført uten plikt til å utarbeide tilbudsprospekt. I det ene tilfellet gikk det noe over 20 måneder fra registreringen av kapitalforhøyelsen i Foretaksregisteret den 23. desember 2009 til prospektet ble oversendt prospektmyndighetene for kontroll den 9. september 2011, og 22 måneder før prospektet ble offentliggjrt og aksjene tatt opp til notering den 28. oktober 2011. I det andre tilfellet gikk det henholdsvis 5,5 og 7 måneder fra registreringen i Foretaksregisteret til prospektet ble innsendt for kontroll og senere offentliggjrt. Spørsmålet er om det, hensett til selskapets spesielle situasjon i perioden, var berettiget å vente så lenge.

Selskapet er enig i at den tid som har gått fra kapitalforhøyelsen i desember 2009 til offentliggjøring av prospektet i oktober 2011 er unormalt lang, og at den tid som gikk fra gjennomføringen av kapitalforhøyelsen i mars 2011 til offentliggjøring av prospektet, er lang vurdert opp mot den tid det normalt tar å utarbeide og oppnå godkjennelse av prospekt. Selskapet viser imidlertid til de helt ekstraordinære omstendigheter selskapet har vært i i denne perioden, dels med forhandlinger med mulige langsiktige investorer som gjorde at man satt med innsideinformasjon i perioden fra 1. februar til 27. juli 2010 og fra 19. august til 13. oktober 2011. I tillegg hadde man en svært uavklart situasjon i verftet Davie Yards, som var av stor betydning for selskapet, etter at verftet 25. februar 2010 måtte søke om kreditorbeskyttelse etter Canadian Companies' Creditors Act (CCAA) under domstolene i Quebec.

Selskapet anfører at det i perioden fra desember 2009 ble arbeidet med prospektet frem til medio februar 2010 da de ble orientert om kollapsen i Davie Yards. I CCAA-prosessen for domstolene i Quebec ble det i perioden fra mars 2010 til august 2011 gitt i alt 15 utsettelsler med fristen til å inngi en lsningsplan for verftet. En intensjonsavtale om overtakelse av verftet ble inngått 22. juli 2011 og deretter ble prospektet ferdigstilt i utkast for kontroll i løpet av ca. 1,5 måned.

Både som følge av innsideinformasjonen og den store usikkerheten som prosessen rundt verftet skapte for selskapet, hevder selskapet at det i praksis ikke var mulig å utarbeide og søke godkjennelse av et prospekt, fordi det ikke var i stand til å gi all relevant informasjon slik man plikter etter vphl. § 7-18.

Børsklagenemnden vil først bemerke at det i løpende forpliktelser punkt 11.4 (1) tredje punktum er gitt en mulighet for å søke dispensasjon fra plikten til å sørge for opptak til notering uten ugrunnet opphold. Selskapet søkte aldri om slik dispensasjon selv om det hadde vært nærliggende nettopp på grunn av den spesielle situasjonen selskapet var i og den lange tiden som gikk før selskapet mente at prospekt kunne ferdigstilles.

Børsklagenemnden er enig med Oslo Børs i at det her har gått for lang tid til at det kan sies å ligge innenfor regelverkets krav om *"uten ugrunnet opphold"*, selv selskapets situasjon tatt i betraktning. Selskapet kunne og skulle ha innrettet seg slik at det etter innsideperioden fra 8. februar til 27. juli 2010 hadde vært mulig å offentliggjøre prospektet og besørge notering av de nye aksjene før ny innsideperiode startet. Også etter den andre innsideperioden som varte frem til 13. oktober 2010 burde dette ha latt seg gjøre.

Den langvarige usikkerheten knyttet til situasjonen for verftet Davie Yards i Canada måtte kunne la seg håndtere i prospektet med en beskrivelse av risikoen for virksomheten som knyttet seg til dette forhold. Det er et selvstendig poeng at offentliggjøring av prospekt skjer i tidsmessig nærhet til den aktuelle transaksjonen.

Sett hen til de to tidligere saker Hands ASA fra 2003 og Copeinca ASA i 2008 er Børsklagenemnden enig med Oslo Børs i at regelen i løpende forpliktelser punkt 11.4 (1) om opptak til notering uten ugrunnet opphold er overtrådt, og at overtredelsen bør sanksjoneres med gebyr. Børsklagenemnden har vurdert overtredelsesgebyrets størrelse og har ingen bemerkninger til det gebyr Oslo Børs har fastsatt for denne overtredelsen.

## 8.2 Manglende melding om utstedelse av aksjer i forbindelse med warrants

Selv om kapitalforhøyelsen er minimal og bare utgjorde 0,0067 % økning av aksjekapitalen, og skadevirkningene på markedet dermed er små, foreligger et klart brudd på plikten til å offentliggjøre melding om endring i aksjekapitalen i henhold til løpende forpliktelser punkt 11.4 (2). Børsklagenemnden er enig med Oslo Børs i at dette utgjør brudd på en viktig bestemmelse i børsens løpende forpliktelser som det bør reageres på. Det er av stor betydning at selskapsopplysningene på børsens hjemmeside til enhver tid holdes oppdatert, og i motsetning til Eitzen Maritime Services-saken er det overhodet ikke gitt noen melding fra selskapet til børsen om forholdet. Opplysningen om kapitalforhøyelsen fremkom bare indirekte gjennom opplysningen om antall utestående aksjer gitt i selskapets kvartalsrapport for 2. kvartal 2011. Denne ble ikke publisert før noe over fire måneder etter at forhøyelsen ble registrert i Foretaksregisteret.

Børsklagenemnden finner at også dette bruddet på løpende forpliktelser bør sanksjoneres, og at et overtredelsesgebyr på 1 gang årlig kursnoteringsavgift er en passende reaksjon.

Børsklagenemnden fattet deretter slikt enstemmig vedtak:

Oslo Børs' vedtak av 29. februar 2012 stadfestes.

### **4.1.1.2 Norse Energy Corp. ASA – breach of the duty to publish an information document and breach of the duty to publish a detailed stock exchange announcement, together with breach of the duty to submit a report in respect of continued listing following changes to the company (børsstyrevedtak 21.11.2012)**

#### 1 Summary

This case relates to a possible breach by Norse Energy Corporation ASA (hereinafter "Norse" or the "company") of Section 3.5.4 of the Oslo Børs "Continuing obligations for stock exchange listed companies" ("Continuing Obligations") in that the company did not publish an information document within the time limit set out in the rules. The company was granted an extension until 30 April, but was still not able to publish the document within this deadline. The case also relates to a possible breach by the company of Section 3.4.3 of Continuing Obligations in that the company did not publish a detailed announcement of the transaction within 3 business days of the agreement. Lastly this document also considers whether the company has breached Section 12.1 of Continuing Obligations (cf. Section 12.3) by failing to give Oslo Børs a report regarding continued listing at the exchange. The company failed to do this within the preset time limit.

#### 2 Brief information on the history of the company

On its website, the company describes its activities as follows:



Norse Energy Corp is an Exploration and Production (E&P) Company focusing on US onshore oil and gas opportunities. The Company holds ~130,000 net acres covering multiple formations in New York State and the Company's estimated 2C Contingent Resources are 917 MMBOE or 5.2 TCFGE.

The company's Chief Executive Officer is Mark Dice, and the company has been listed on Oslo Børs since 13 July 2005.

### 3 Legal background

#### 3.1 Duty to publish a detailed announcement on transactions

Section 3.4.1 (1) of Continuing Obligations stipulates that if a company enters into an agreement for a transaction that represents a change of more than 5% in relation to its total assets, revenue, or profit or loss, the company must publish a detailed stock exchange announcement. The announcement must include information on the parties to the agreement, the consideration payable including the form of settlement and financing, a description of the business to which the transaction applies, any strategic effects the transaction will have for the company and whether any of the company's senior employees or members of the board of directors stand to benefit from the agreement. The announcement must be issued no later than prior to the start of trading on the third trading day after the date the agreement is entered into, cf. Continuing Obligations, Section 3.4.3 (1). The duty to publish such detailed announcement ceases to apply if an information document for the transaction is published within the three-day deadline.

#### 3.2 Duty to publish an information document

Section 3.5.1 of Continuing Obligations stipulates that if a company enters into an agreement for a transaction that represents a change of more than 25% in relation to specified criteria, the company must publish an information document. The information document must include a description of the company together with a description of the transaction and the business or asset that is the subject of the transaction. In addition, the document must provide an account of the significance of the transaction for the company's earnings, assets and liabilities, and must provide pro forma financial information. Information documents provide information that plays an important role in allowing the company's shareholders and the market in general to evaluate the significance of the transaction to which the company has agreed. An information document must be submitted to Oslo Børs for review before it is published.

An information document must 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 date, cf. Section 3.5.4 of Continuing Obligations as in force at the time of the transaction in question. Oslo Børs may in special circumstances grant an extension of the deadline for the publication of some or all of the required information cf. Continuing Obligations Section 3.5.4 (2), cf. Section 3.4.3 (3). Such an extension was granted in this case, as explained in section 3.4 below.

#### 3.3 Duty to submit a report in respect of continued listing

Section 12.3 of Continuing Obligations, cf. Section 12.1 (1), stipulates that if a company discontinues material parts of its business or enters into an agreement on a transaction that represents a change of more than 50% in relation to its total assets, revenue or profit or loss, it must send a report to Oslo Børs in respect of the company's continued listing within five trading days. The report must state whether the company wishes to continue to be listed, and whether the company will continue to be in compliance with the requirements for listing following the completion of the transaction.

### 3.4 Chronology of the case

The company issued an announcement on 15 March 2012 which stated that it had entered into an agreement to sell its assets in New York State to EmKey Resources LLC ("EmKey"). The sale related to its operated production, gathering system and pipeline rights of way in central New York. The consideration for the sale was USD 37 million, and the buyer was to receive a three-year warrant to purchase 81 million shares in Norse at a strike price of NOK 0.40. The company's share price at the time of the announcement was NOK 0.22, and was NOK 0.26 at the close of trading on that day. The sale triggered the requirement of Continuing Obligations Section 3.4 for a detailed stock exchange announcement and the requirement of Section 3.5 for an information document. Norse did not disagree that such detailed announcement, see section 4 below, and such information document were required in connection with this sale. The company communicated to Oslo Børs indicating that it clearly understood this duty, and the company's legal adviser, Advokatfirmaet Wiersholm, submitted an application on 4 April for an extension to the deadline for the publication of the information document from 16 April to 30 April. The reason given for the application was that the company needed to have its 2011 financial statements audited so that the pro forma financial information to be included in the information document could be based on audited financial statements. Oslo Børs granted such extension of the deadline on 11 April. The reason for approving the extension was that Oslo Børs took the view that the availability of pro forma financial information based on audited financial statements for 2011 would be of value for the market. However, Oslo Børs clarified that the information document must be published no later than 30 April, and that it must be submitted in draft form to Oslo Børs review in good time before the deadline.

On 26 April, the company contacted Oslo Børs to inform that the company's auditors required more information on the sale before they could complete the audit. The company also mentioned that the consequence of this was that they could not complete their annual financial statements and would therefore not be able to publish the information document within the deadline. Oslo Børs responded on 27 April to notify the company that the deadline could not be extended further, as this would not be in accordance with Oslo Børs practice. Neither the company, nor its advisers, responded to the answer from Oslo Børs, and Oslo Børs accordingly assumed that the company was clear about the deadline that applied. Oslo Børs did not receive either a draft or a final form of the information document before the expiry of the deadline. Oslo Børs sent the company an e-mail on 7 June addressing the following matters:

1. Notification that the company had not issued an information document before the deadline and that Oslo Børs would now deal with this as a breach of the company's duties.
2. Question of whether the company had published a detailed stock exchange announcement regarding the sale, cf. Continuing Obligations Section 3.4.2 (see section 4 below).
3. Question of whether the company had a duty of disclosure pursuant to Section 5.5 (5) of the Securities Trading Act in respect of comments etc. by the auditor.
4. Question of whether the company should have sent a report to Oslo Børs on whether the company continued to comply with requirements for continuing to be listed, cf. Continuing Obligations Section 12.3 (see section 5 below).

Oslo Børs received a reply to this e-mail dated 15 June. In the reply the company stated that it did not consider 15 March 2012 being the date on which the agreement for the transaction was entered into, asserting instead that the final agreement was not entered into until all the conditions for the agreement had been satisfied. According to the company, this was not the case until 18 May. Uncertainty in respect of the completion of

the agreement up until this date related to the due diligence to be carried out by EmKey and approval of the sale by a general meeting of Norse. The company published the information document on 15 June, which was approximately 2 months later than the original deadline (16 April) and approximately six weeks after the extended deadline of 30 April.

The company did not publish a detailed announcement on the sale. In the mentioned communication of 7 June, the company was requested to clarify whether the announcements the company had published satisfied the requirements of Section 3.4.1 (1) of Continuing Obligations. The company asserted that the duty to publish a detailed announcement first arose on 18 May, and acknowledged that the company had not issued an announcement containing the required information within the three-day deadline following this date. However, in the more recent correspondence (see section 4 below) the company claimed that the announcement of 17 May actually did satisfy these requirements. Oslo Børs agrees on this matter with the company, and therefore the announcement was issued approximately two months after the deadline.

*The company submitted a report in respect of continued listing on 21 June, which was approximately 3 months after the applicable deadline. The company expressed its regret in the letter dated 7 June that the report had not yet been submitted, but asserted that the deadline for the report should be calculated from 18 May due to the uncertainty regarding the completion of the agreement. Oslo Børs considered the report received, and concluded that the company continued to satisfy the requirements for listing following the transaction.*

#### 4 The company's submissions

The company, through its' new legal advisor Arntzen de Besche Advokatfirma, took an initiative on 21 August for a meeting with the exchange to further elaborate on the matter and explain why the company was of the view that it had not breached the rules. Following the meeting the company sent an e-mail explaining the reasons for why the rules were not breached.

In this e-mail the company is of the opinion that there was real uncertainty whether or not the agreement with EmKey would come into force until 17 May. From the e-mail the following can be quoted:

*"Firstly, the transaction agreement contained a variety of purchase price adjusting items to be verified by the Buyer in the period from signing to closing. This included, inter alia, a verification of all capital expenditures relating to the assets and a verification of all taxes and prepaid expenses.*

*Secondly, the agreement included a specific condition precedent with respect to the (he) Buyer's lender being satisfied with the conditions of the assets. This is something more than just a standard due diligence condition, as the lender's decision is not under the Buyer's (or Seller's) control.*

*Thirdly, the agreement included detailed conditions on due diligence related to environmental and title issues. The conditions included a procedure where the Seller could, if possible and within set deadlines, cure environmental and title defects and the Buyer was given the following options if the due diligence revealed environmental or title defects that the seller elected not to cure (or could not cure);*

- 1) buy the assets with defects but at a reduced purchase price,*
- 2) exclude certain assets and reduce the purchase price, or*
- 3) terminate the agreement."*

Furthermore, EmKey stated during the due diligence process that the amount related to defects was more than MUSD 30. Also, the termination date of the agreement of 17 April was extended, and the negotiations continued. From the e-mail the following can be quoted:

*"It should, however, be noted that on 3 May 2012 the Buyer sought a termination of the negotiations. However, the parties were able to continue the discussions. After the final negotiations (and adjusted for transaction costs), the (net) net proceeds was a MUSD 34,5, which means that there had been an adjustment of the price compared to the initially agreed price."*

Also from the e-mail:

*"We also reiterate that the asset sale was subject to approval by the general meeting of Norse under the PLC Act section 3-8. An EGM were held on 16 April 2012. Without such approval, the agreement would not have been binding to the company. At the time of the EGM the due diligence was still continuing and we assume that if the price was to be substantially adjusted (please refer to the attached defects notice letter), the given approval would probably not have been valid and binding and a new approval by the EGM would be required."*

The e-mail concludes on this matter with:

*"On this basis we are of the opinion that the deadline for publishing an IM in fact should have started when the different conditions for closing were lifted and the transaction closed (i.e. after the announcement on 17 May 2012), independently of what the previous legal adviser has advised on. It can also be argued that if the OSE and the company had further discussions on this in April (as the company took the initiative to), this would not have been a sanction case."*

Lastly, the company concludes that the duty to publish a detailed announcement was fulfilled through the announcement of 17 May 2012.

The company received this report on 1 October 2012 for any further comments.

## 5 New comments from the company

As a response to this report, the company replied in an e-mail from Arntzen de Besche Advokatfirma on 15 October. In the company's reply they reiterate their position about the deadline being 18 May. From the e-mail:

*"We will, however, note that in its draft resolution of 1 October 2012, Oslo Børs place huge emphasis on the way the company's stock exchange release dated 15 March 2012 was drafted, and more specifically to the fact that the release refers to a "definitive agreement". First, it should be noted that in the US, it is common terminology to use the phrase "definitive agreement" when describing a signed contract. More importantly, we find it strange that Oslo Børs' relies heavily on the semantics of a release when the substance in this matter shows that the agreement was subject to several, substantial conditions. In doing so, the Oslo Børs puts form over substance, which is not in line with what is considered the common approach under Norwegian law."*

*We do not agree with Oslo Børs' assessment that the conditions contained in the agreement did not warrant a postponement of the starting point for the deadline for making the IM public. If there is any reality in the exemption clause in the Continuing Obligations section 3.5.4 (2), cf. section 3.4.3 (3), a situation like the one addressed in this matter should suffice, i.e. where there are substantial conditions outstanding which could give the other party the right to terminate the agreement, and where corporate*

*resolutions in the form of shareholder approval are also outstanding. A simple review of the form should not succeed over the factual substance of the matter, as seem to be the case for Oslo Børs' assessment in the letter of 1 October 2012."*

Further to this, the company states that Oslo Børs has not handled the case in an appropriate manner.

*"We refer to the e-mail from the company on 26 April 2012 (CET 22:09) to its contact person at Oslo Børs, [Oslo Børs case worker]. In the e-mail, the company informed Oslo Børs that the Annual Accounts would be delayed, and that the reason for this was that the auditor was awaiting information from the pending asset sale before issuing an audit opinion. The company's intentions with this e-mail was to "give a courtesy notice, provide details on the reasons why the delay, and answer any questions" and the company asked for a telephone conversation.*

*Oslo Børs responded to this inquiry by e-mail 27 April 2012 (CET 13:47), sent from [Oslo Børs case worker]. In the response Oslo Børs informed that an extension of 10 days was already granted, and that an "extension beyond this would not be in accordance with Oslo Børs' practice". The company was thus not given any chance to explain the situation further and the company understood that there was no option to apply for an extension of the deadline for publishing the IM. In your letter of 1 October 2012, this is factually described as an application for extension which Oslo Børs decided to reject."*

Further to this the company argues that an extension should have been given since the importance of the audited accounts was used to give the initial extension to 30 April, this should also warrant a further extension sine the audited accounts would not be available within 30 April. The e-mail concludes with:

*"The special circumstances mentioned above should in our view result in that the exchange should not impose sanctions upon the company. Provided that the exchange still would think that they are entitled to sanction the company, we believe that the abovementioned issues at least should be of importance in the choice of sanction, and that the appropriate sanction is thus criticism."*

Due to the new submissions from the company Oslo Børs asked for revised comments to the report on 26 October.

## 6 Last comments from the company

As a response to the latest version of this report, the company replied on 2 November. The company only had a few comments :

*"We reiterate the position that the deadline for filing the Information Document (the "IM") should in fact have started on 18 May 2012 and that the IM thus has been approved and made public within the required period. We also reiterate our comments in relation to that Oslo Børs should take into account that Oslo Børs has not handled this case in a satisfactory and appropriate manner and that the situation could have been different if the company was given the opportunity to explain its situation. We thus maintain the previous comments set forth in previous correspondence, including the e-mail 15 October 2012."*

## 7 Oslo Børs' evaluation of the case

### 7.1 The deadline for the obligations

The rules on the duty to issue a detailed announcement and an information document regarding significant transactions are important rules that provide for the market to have

timely access to information. It is often the case that the information through these documents will be the only available information on the events and business activities in question since the transactions of this type do normally not trigger prospectuses. In addition, Oslo Børs has in the past criticised issuers that have not published such information in a timely manner, and imposed a violation charge on Sevan Marine ASA for failing to publish an information document (see section 7 below on sanctions).

The company asserts that the relevant deadlines for the detailed announcement, the information document and the report in relation to continued listing should not start from the date of the publication of the announcement of the agreement on the sale that the company issued on 15 March. The company takes the view that uncertainty arising from the due diligence process and the requirement for approval by the general meeting represent a genuine uncertainty over the outcome, and accordingly the starting date for the deadlines should be 18 May. In relation to these assertions, Oslo Børs draws attention to the announcement issued on 15 March:

*"Norse Energy Corp. ASA ("NEC" ticker Oslo Stock Exchange, Norway; "NSEYY" ticker U.S. OTC) announces that it has entered into a definitive agreement to sell its operated production, ~22,000 held by production ("HBP") acres (in which Norse retains a 37.5% working interest in the deep Utica formation), gathering system, and pipeline rights of way in Central New York. The buyer will also receive a three year warrant to purchase 81 million shares at a strike price of NOK 0.40 at the closing date. Total cash consideration to Norse is USD 37 million."*

The announcement describes the agreement for the sale as a "... definitive agreement ..." even though the announcement subsequently makes it clear that the agreement is subject to one outstanding condition. Again quoting from the announcement:

*"An Extraordinary General Meeting of Shareholders in Norse will be scheduled for early April to seek approval for the transaction, which is expected to close on or about April 16, 2012."*

This stipulates that the transaction must be approved by an extraordinary general meeting of Norse. The meeting was held on 16 April, and all shareholders present or represented at the meeting voted in favour of the sale with the exception of 20,000 shares that abstained from voting. The shares abstaining represented 0.02% of the share capital present. Turning to the question of due diligence, it is noted that this is not mentioned in either the stock exchange announcement of 15 March or in the Notice of 26 March calling the extraordinary general meeting. Accordingly, the company did not publicly disclose due diligence as a specific condition for the agreement to be completed. However, it is normal for due diligence to be carried out in respect of purchases and sales of business activities. Oslo Børs has previously addressed the detailed considerations for when an agreement can be deemed to have been entered into in relation to calculating the start date for these deadlines in Circular 7/2007 - Duty of disclosure for significant transactions. Quoting from Section 2.2 of this Circular:

*"In the case of an offer, the agreement is deemed to be entered into at the time the conditions of the offer are satisfied or waived. This must be assumed to relate to substantive matters; if it is apparent that the only issues outstanding will be satisfied or waived, it must be assumed that the agreement has been entered into."*

*In the case of agreements between two parties, the general principles of contract law will determine when an agreement is deemed to be entered into. This means that the timetable for the deadline will in general start to run from the time the contract is signed, even if all the conditions are not necessarily satisfied or waived. If the agreement includes particular conditions that cause real uncertainty as to whether the agreement will come into force (not just uncertainty as to the terms of the agreement), Oslo Børs*

*may upon request from the issuer agree that the timetable shall start to run when the specific condition(s) is/are satisfied or waived, or when it becomes most likely that the condition(s) will be satisfied or waived.*

*Whether an agreement is described as a "letter of intent" or similar does not determine this evaluation. The determining factor is whether entering into the agreement in question represents a binding contract between the parties as described above."*

Similarly, the commentary to the relevant section in Continuing Obligations reads as follows:

*"In the case of agreements between two parties, the general principles of contract law will determine when an agreement is deemed to be entered into. This means that the timetable for the deadline will in general start to run from the time the contract is signed, even if all the conditions are not necessarily satisfied or waived. If the agreement includes particular conditions that cause real uncertainty as to whether the agreement will come into force (not just uncertainty as to the terms of the agreement), Oslo Børs may upon request from the company agree that the timetable shall start to run when the specific condition(s) is/are satisfied or waived, or when it becomes overwhelmingly likely that the condition(s) will be satisfied or waived.*

*Whether an agreement is described as a "letter of intent" or similar does not determine this evaluation. The determining factor is whether entering into the agreement in question represents a binding contract between the parties as described above."*

As the commentary in the Continuing Obligations makes clear, the deadline will in general start at the time the agreement is signed. This is also the case if the agreement includes conditions that must be satisfied before the parties are required to perform their final and detailed obligations, for example the obligations to deliver or receive the asset in question. The commentary states that the company must contact Oslo Børs for agreement if it is of the view that an agreement includes particular conditions which mean that the agreement will not come into force until a later date. Norse did not seek such agreement until long after the stipulated and accepted deadline had expired. If the company had wished to establish that the agreement must be assumed to be entered into at a date later than the signing of the sale agreement, it should have agreed this with Oslo Børs after the agreement had been signed, or possibly after the circumstances relating to the due diligence process had developed in such a way as to create uncertainty over whether the sale would be carried out.

It is generally the case that due diligence is carried out in relation to sales and purchases of business activities. Moreover, it is relatively common for due diligence to be carried out or completed after the parties have entered into the sale agreement. The market expects purchasers to carry out such due diligence, and this is presumably the reason why the company did not make particular mention of this requirement in the stock exchange announcement or in connection with the approval by the general meeting. Therefore, due diligence can normally not be deemed as grounds to defer the date on which the agreement was entered into and so delay the start of the timetables for issuing a detailed announcement, information document and report in relation to continued listing. It is however noted that Norse did issue an announcement on 17 May which satisfies the requirements for detailed stock announcements as per section 3.4 of Continuing Obligations.

The argumentation set out above also applies to a large extent to the question of approval by the general meeting, which is also a normal requirement for the sale of a significant part of a company's business activities, and in the same way this cannot be relied upon as a condition that creates real uncertainty.

Also it should be noted that all the uncertainty the company describes after 15 March relates to specific terms or conditions of the agreement but however not regarding the validity of the agreement in itself. Therefore the company cannot be heard with their argumentation which would undermine the reasons behind section 3.5 of Continuing Obligations.

We also refer to previous cases decided by Oslo Børs, where Oslo Børs considered that conditions in respect of an agreement being carried out did not result in the relevant date for the deadline being deferred until the conditions were satisfied, Decisions and Statements 2007, pages 79 and 83 (available only in Norwegian).

Separately from the points mentioned above, Oslo Børs finds the argumentation in the company's letter of 15 June to be somewhat surprising. This is because the company applied on 4 April for an extension to the deadline for publication of the information document, and was granted such an extension from 16 April to 30 April. This serves to demonstrate that the company was of the view at that time that the start date for the deadline was 15 March, and the arguments put forward after the event appeared to be somewhat contrived. This is also valid even though the new legal advisor to the company believes that the previous advisor advised incorrectly. It is also noted that the company did not address the due diligence issue in its announcement in March. This indicated that the company, at that time, did not consider the condition to be of great importance.

There is a further aspect of this case that serves to cast a more critical light on the company's conduct. In connection with its announcement of a sale of business activities in an announcement dated 17 February 2011, the company was subject to the duty to publish a detailed announcement and information document and to submit a report in relation to continued listing. In this earlier case, the company did not comply with the deadlines stipulated in Continuing Obligations, resulting in a letter of criticism from Oslo Børs. Accordingly, the failure to comply with the deadlines in the current case represents a repeated breach of all three of the duties in question. This is hence an aggravating conduct.

## 7.2 The process regarding additional extension of the deadline

The company states that Oslo Børs has not handled an application for a further extension of the deadline correct. The e-mail from the company contains the following information:

*"I need to speak with you or the appropriate person you designate at the OSE regarding a change in NEC's financial calendar. Our financial calendar currently states that Norse will post its 2011 Annual Accounts on Monday, April 30, 2012, which is also the statutory deadline for filing same.*

*Our auditor, Deloitte, is awaiting certain information that will result from a pending sale of assets by NEC prior to issuing an audit opinion. The sale of assets is expected to close within two weeks. Accordingly, we will be delayed in issuing our Annual Accounts as well as an Information Memorandum relating to the asset sale that is also due by April 30, 2012.*

*The purpose of my call is to give a courtesy notice, provide you details on the reasons why the delay, and answer any questions. Would you be available to discuss at 1400 CET?"*

Oslo Børs responded to the e-mail the next day with:

*"It is the Norwegian Supervisory Authority ("Finanstilsynet") who follows up the financial reporting for listed companies with Norway as their home state. Oslo Børs reports to Finanstilsynet if we see that the publication is delayed.*



*With respect to the Information Memorandum, we already have granted an extension of 10 days. Extension beyond this would not be in accordance with Oslo Børs' practice.*

*If you need help to make a change in the financial calendar, you may send an e-mail to: ma@oslobors.no"*

Oslo Børs is of the opinion that the mentioned e-mail from the company is not an application for extension of the deadline. The Company informs that the publication of the annual financial accounts are delayed and will not be published with the statutory deadline (end April) and that because of this the publication of the information document will also be delayed and not published within the prescribed deadline. The company did not respond to Oslo Børs' e-mail of 27 April and was sanctioned by Finanstilsynet for not filing their annual report within the deadline. Therefore, it is not necessary to consider how Oslo Børs would have concluded if the company in fact had applied for an additional extension prior to 30 April. However, generally when considering applications for extensions we would consider the quality of the information document if an extension was granted and whether more precise information could be included, compared to the proximity in time between the agreement and the publication of the information document. This means that even though audited accounts were not available and we had granted an extension to facilitate such accounts to be included, we would not extend the deadline until the audited accounts were present if this took many weeks. In any case an extension of the publication of the information document did not hinder the company from issuing a detailed announcement and an application for continued listing.

To sum up, the exchange has handled this inquiry from the company as could be expected since we did not receive an application for an extension of the deadline. The company can therefore not be heard on this point.

## 8 Sanction

Oslo Børs is entitled to impose a violation charge for breaches of Continuing Obligations sections 3.4.3, 3.5.4 and 12.1 cf. Stock Exchange Regulations section 31 and Continuing Obligations section 15.4 for material breach of the exchange's rules.

In its consideration of the sanctions to apply and the scale of such sanctions Oslo Børs has taken into consideration decisions in similar cases relating to the breach of exchange's rules. Oslo Børs has earlier sanctioned only one case relating to late publishing of an information document, see Sevan Marine case below. However cases regarding sanctions on delayed publication of prospectuses are of a similar nature.

In the case 32/2008 Global Geo Services ASA (Decision and Statements 2008, page 64) the company incurred a violation charge equivalent to two times the annual listing fee due to a breach of the duty to disclose information and the duty to prepare a prospectus, and incurred a violation charge equivalent to two times its annual listing fee due to a temporary breach of the provisions of the Oslo Børs Issuer Rules, including the duty to notify Oslo Børs in confidence of delayed disclosure of inside information. The decision in this case attached considerable importance to the fact that GGS had breached a number of its legal duties as a listed company, and that the company had been subject to sanctions on two previous occasions for breaches of Continuing Obligations.

The Board of Directors of Oslo Børs resolved on 14 December 2011 to impose a violation charge on Sevan Marine ASA equivalent to six times the company's annual listing fee due to a breach of the duty to disclose inside information and one time the annual listing fee due to failing to publish an information document before the stipulated deadline, cf. Continuing Obligations section 3.5.4. In this case it was also attached considerable importance to the fact that Sevan Marine had breached a number of its legal duties as a

listed company, and that the company had been subject to sanctions earlier for breaches of Continuing Obligations.

The Stock Exchange Appeals Committee resolved in case 1/2012 to impose a violation charge on Cecon ASA equivalent to four times the company's annual listing fee due to a breach of the duty to list newly issued shares, cf. Continuing Obligations section 11.4 (1) and to impose a violation charge equivalent to one time the company's annual listing fee due to a breach of the duty to publish a change in the share capital, cf. the Continuing Obligations section 11.4 (2). In this case it was also attached considerable importance to the fact that Cecon had breached a number of its legal duties as a listed company, and that the breaches continued over an extended period of time.

Even though Norse puts important emphasis on the lack of guidance from the Exchange at the end of April, Oslo Børs finds that this cannot be attached great importance to. However a factor that points to a stricter response in the current case, compared to Sevan Marine ASA's sanction for its failure to publish an information document, is the previous breaches by Norse of all the relevant sections of the Continuing Obligations in 2011. In that case the company received a relatively severe (and well-argued) letter of criticism in which the Exchange stated that the company only narrowly avoided the matter being referred to the Board of Oslo Børs.

Another aggravating element in the current case is that the company was in a dialogue with Oslo Børs in advance of the deadline for publication of the information document, and therefore the company was well aware of its obligations. The breaches of Continuing Obligations Sections 3.4.3 and 12.3 may be due to lack of ability to understand the rules fully, but this can scarcely be considered a mitigating factor.

Lastly the breaches continued over a considerable length of time and not just a case of a few days that might be explained by time pressure, auditors or other "sudden and unexpected" circumstances.

Due to the above mentioned Oslo Børs is of the opinion that this case is more severe than the case against Sevan Marine and this will be reflected in the violation charge.

Based on an overall assessment, the appropriate sanction is judged to be as follows:

A violation charge is imposed on Norse Energy Corporation ASA for the following breaches of Continuing Obligations of stock exchange listed companies:

- I. *the duty to publish an information document before the stipulated deadline, cf. Continuing Obligations section 3.5.4*
- II. *the duty to publish a detailed announcement before the stipulated deadline, cf. Continuing Obligations section 3.4.3*
- III. *the duty to give Oslo Børs a report regarding continued listing at the exchange, cf. Continuing Obligations section 12.1.*

*The violation charge is set to the equivalent to two times the company's annual listing fee, i.e. NOK 280,000 cf. the Stock Exchange Regulations Section 31 and the Continuing Obligations of stock exchange listed companies Section 15.4.*

#### **4.1.2 Kritikkbrev/Generell veiledning**

##### **4.1.2.1 Riggavtale - AKSO Cat B – AKSO (brev av 21.06.2012)**

Oslo Børs har undersøkt Aker Solutions ASAs ("AKSO" eller "Selskapet") håndtering av sine løpende forpliktelser i anledning inngåelse av kontrakt med Statoil ASA om CAT B.

Det vises til korrespondanse i saken, senest ved Deres brev av 1. juni 2012.

Børsen har vurdert om innsidespørsmålet oppstod allerede når styret ga sin tilslutning til at administrasjonen fikk fullmakt til fremforhandle en endelig avtale. Selskapet har fremholdt at exit-klausulen som lå i avtalen fra Statoil ikke kunne godtas av AKSO, og at det følgelig ikke forelå innsideinformasjon før beslutningen var tatt. Oslo Børs har i lignende saker ikke umiddelbart akseptert at usikkerhet om endelig avtale, er ett tilstrekkelig grunnlag for å hevde at informasjonen ikke er innsideinformasjon.

Oslo Børs tar likevel under tvil, selskapets vurdering til etterretning om at denne klausulen var helt avgjørende for en endelig avtale, og at dette ville medføre at avtalen som helhet falt hvis man ikke kom frem til en omforent kontrakt.

Det som dog virker klart er at innsideinformasjon oppstod på flyet på vei til London, i det selskapets ledelse ble enige om å akseptere avtalen som var fremforhandlet i løpet av helgen. På dette tidspunktet fikk selskapet en forpliktelse til enten offentliggjøre informasjon eller utsette offentliggjøringen av avtalen hvis det var grunnlag for det.

I denne vurderingen ligger det at selskapet over lang tid hadde forhandlet med Statoil og dette var ikke et forhold som oppstod plutselig. Derfor burde det være mulig områ seg, og enten varsle børsen underhånden eller sende en allerede klargjort melding til markedet.

På dette punktet har selskapet brutt verdipapirhandelloven (vphl.) § 5-2 jfr. løpende forpliktelser 3.1.1, alternativt løpende forpliktelser 3.1.2 hvis selskapet mente det var grunnlag for utsatt offentliggjøring jfr. phi. §S-3. Selskapet offentliggjorde meldingen før børsen åpnet den 17. april.

Børsen har med dette brev avsluttet sin undersøkelse av forholdet. Børsen vil ikke offentliggjøre brevet, men vil kunne legge det inn i den årlige publikasjonen "Vedtak og uttalelser" i opplæringsøyemed.

#### **4.1.2.2 Salgsavtale – ABT (brev av 14.05.2012)**

Oslo Børs viser til korrespondanse sist av 2. mai 2012 samt tidligere svar fra selskapet av 9. april.

Saken gjelder en børsmelding offentliggjort 21. mars klokken 9:30 av Aqua Bio Technology ASA (heretter "selskapet") med overskrift "Ny viktig salgsavtale". I etterkant av offentliggjøringen steg kursen betydelig og ente dagen opp 59,5 %. Oslo Børs var varslet underhånden om forhandlingene om avtalen.

Selskapet har opplyst til Oslo Børs at avtalen ble undertegnet 3 til 4 timer før børsmeldingen ble offentliggjort. Det vil si tidlig på morgenen den 21. mars. På bakgrunn av dette samt at meldingen medførte en betydelig kursoppgang har Oslo Børs kommet frem til at det er grunn til å kritisere selskapet for måten offentliggjøringen ble gjennomført.

Oslo Børs er av den oppfatning at avtalen var å anse som særlig kurssensitiv jfr. løpende forpliktelser 3.1.4. Dette medfører at selskapet skal ta kontakt med Oslo Børs rett i forkant av offentliggjøringen slik at børsen kan vurdere å innføre en børs pause i forbindelse med offentliggjøringen. Bakgrunnen for dette er at markedet skal kunne fordøye nyheten og derved endre sine interesser og handle på likt grunnlag når aksjen tas opp til handel igjen. Selskapet har anført at bakgrunnen for den sterke kursutviklingen er at aksjen er volatil og at selskapet sjelden kommer med avtaler samt at man nylig offentliggjorde en avtale som kun fikk en kortsiktig kursoppgang. Oslo Børs synes dette er gode forklaringer på kursoppgangen men mener disse argumentene medfører ekstra aktsomhet og større grunn til å ta kontakt med børsen for å vurdere en børs pause. Dermed er bestemmelsen i løpende forpliktelser brutt.

Oslo Børs er også kritisk til hvor lang tid det tok å offentliggjøre melding vedrørende salgavtalen, altså 3 til 4 timer. Det burde være mulig i slike situasjoner å offentliggjøre en melding raskere. Selskapet burde i tillegg ha et ekstra insentiv til å komme med melding før børsen åpner når avtalen er inngått før børs, enten om dette er kvelden før eller samme morgen. Hvis det allikevel av forskjellige årsaker viser seg at dette ikke er mulig, burde selskapet ringe til Oslo Børs og be om stopp i handelen senest i det markedet åpner. Spesielt i situasjoner hvor meldingen også er særlig sensitiv jfr. løpende forpliktelser 3.1.4. Da ville man i tillegg til å unngå handel før avtalen er offentliggjort også oppfylle bestemmelsen i 3.1.4. Den tiden det her tok å offentliggjøre meldingen vil kunne være et brudd på bestemmelsen om løpende informasjonsplikt ved at offentliggjøringen skal skje umiddelbart jfr. verdipapirhandelloven § 5-2 1. ledd og løpende forpliktelser 3.1.1 (1). Selv om det skulle være grunnlag for å bruke 3 til 4 timer, så vil det å ikke ta kontakt med Oslo Børs ved åpning når man vet at en særlig sensitiv børsmelding nesten er klar for offentliggjøring være et brudd på god børsskikk jfr. børsforskriften § 14 og løpende forpliktelser 2.2.

På bakgrunn av dette har Oslo Børs funnet grunn til å kritisere selskapet. Det er vurdert om bruddene medførte behov for innstilling om overtredelsesgebyr, men et brev er etter en helhetsvurdering funnet tilstrekkelig.

Brevet vil ikke offentliggjøres men kan bli brukt som opplæring for andre aktører gjennom publikasjonen "Vedtak og uttalelser".

Med dette brevet avsluttes saken ved Oslo Børs

Spørsmål kan rettes til undertegnede.

#### **4.1.2.3 Innkallingen til ordinær generalforsamling (brev av 23.04.2012)**

Oslo Børs viser til kontakt med selskapet om innkalling til ordinær generalforsamling og manglende offentliggjøring av melding om dette samt vedlegg til innkallingen. Oslo Børs forstod det slik at selskapet var av den oppfatning at innkallingen var gjort på samme måte tidligere og viste deriblant til fjorårets innkalling.

Oslo Børs er klar over at selskapet hadde samme manglende offentliggjøring i forbindelse med innkallingen til generalforsamlingen i 2011. I den forbindelse var undertegnede i kontakt med selskapet ved Knut Eriksen som lovet at dette ikke skulle gjenta seg. Oslo Børs er derfor meget kritisk til at selskapet ikke har gjort endringer i rutinen. I tillegg til at generalforsamlingen ikke er offentliggjort, kan vi heller ikke se at denne lå på selskapets hjemmeside den dagen vi tok kontakt. Vi legger dog til grunn at aksjonærene har fått tilsendt innkallingen slik at generalforsamlingen er rettidig innkalt, men er uansett et forhold som vi overlater til aksjonærene.

Oslo Børs gjentar dermed kritikken mot selskapet fra i fjor for brudd på løpende forpliktelser 10.3 2.ledd og 3.7 og ber om at selskapet omgående endrer sine rutiner slik at dette ikke gjentar seg. Oslo Børs vurderte også mer formelle sanksjoner i form av overtredelsesgebyr siden dette var gjentatte brudd på samme bestemmelser, men valgte etter en total vurdering å gi kritikk for bruddene også denne gang.

Oslo Børs vil ikke offentliggjøre dette brevet, men kan bruke det i "Vedtak og uttalelser" som veiledning til andre markedsaktører.

#### **4.1.2.4 Mangelfull informasjon ved emisjon - NetConnect (brev av 18.04.2012)**

Det vises til korrespondanse per e-post. Oslo Børs har undersøkt NetConnect ASAs ("NETCO" eller "Selskapet") børsmelding av 7. desember 2011, som beskriver en emisjon med vedlegg fra selskapets ekstraordinære generalforsamling.

Som det fremgår fant børsen det ikke mulig å fastslå presis kurs og derfor vanskelig å prise aksjene. NETCO ble som en følge av dette suspendert i fem handelsdager frem til Selskapet den 14. desember presenterte en kurs på NOK 2,50.

I sitt svar til børsen fremholder Selskapet at man ikke hadde kunnet konkludere på kurs på grunn av liten omsetning i papiret og fallende trend i markedet, og at man i forhandlinger med meglerhus ikke hadde fått noen mandatavtale i stand. Denne situasjonen var ukjent for markedet og ikke reflektert i meldingen. Det var på bakgrunn av innholdet i børsmeldingen ikke mulig å beregne virkningen av emisjonen.

Etter børsens mening var meldingen fra selskapet ikke presis nok og representerer ett alvorlig brudd på løpende forpliktelser pkt 3.2 (2), jfr. vphl. § 5-8:

*“Meldinger om forslag eller beslutninger som nevnt, skal inneholde nødvendig informasjon som gjør det mulig å beregne virkningen av den aktuelle hendelsen (utbyttets størrelse, antall utbytteaksjer/tegningsretter pr utestående aksje, innbetalingsdato, ol.), herunder på hvilket tidspunkt aksjen skal handles eksklusiv rettighetene. For rettet emisjon med påfølgende offentlig reparasjonsemisjon skal det opplyses om noen aksjer kan gi rett til å delta i begge emisjoner.”*

Meldingen fra Selskapet var klart mangelfull og den påfølgende suspensjonen av aksjen i anledning saken var uheldig både for markedet og for eksisterende aksjonærer. I slike situasjoner hvor det er vanskelig å fastslå eksakt kurs, må Selskapet stille seg slik at man unngår denne usikkerheten. Selskapet kunne enten ha fastsatt kursen på generalforsamlingen eller ikke vedtatt en kurs før på et senere tidspunkt. Slik det ble nå skapte vedtaket på generalforsamlingen en usikkerhet i prisingen av selskapets aksjer.

Børsen har også rettet spørsmål til selskapet i forbindelse med likebehandling av aksjonærene. Børsen tar Selskapets svar vedrørende dette til etterretning.

I tillegg bemerkes at Selskapet den 18. mai 2011 fikk kritikk fra børsen i anledning en rettet emisjon der aksjene var handlbare før kapitalforhøyelsen var registrert. (ref. MO-11-1085)

Børsen viser også til at Selskapet regelmessig ikke presenterer sin finansielle kalender i overensstemmelse med løpende forpliktelser pkt. 4.5. Dette er påpekt av børsen i anledning det aktuelle forholdet og i e-poster av 28. januar 2011 og 22. februar 2011.

Etter dette finner børsen grunn til å kritisere selskapet. Det gjøres imidlertid oppmerksom på at man har vurdert å innstille på sanksjonssak, men har, etter en totalvurdering, funnet å ikke forfølge forholdene ut over dette brev. Det understrekes imidlertid at Selskapets håndtering har vært svært kritikkverdig.

Børsen legger til grunn at Selskapets gjennomgår sine rutiner for å etterleve sine løpende forpliktelser. Oslo Børs vil ikke offentliggjøre kritikken, men vil kunne gjøre dette brevet kjent i andre sammenhenger for veiledning av markedsaktørene. Oslo Børs anser med dette saken som avsluttet.

#### **4.1.2.5 Skifte av ISIN - Höegh LNG (e-post av 16.03.2012)**

Oslo Børs viser til korrespondanse vedrørende skifte av ISIN i Höegh LNG LTD i forbindelse med godkjenning av prospekt og telefonsamtale med sekundær børskontakt Camilla Nyhus-Møller. Etter avtale med Camilla Nyhus-Møller skulle børsen følge dette videre opp mot begge børskontaktene med at informasjonen var ukjent for sekundær børskontakt. Siden dette hastet med å få konvertert over til det ordinære ISIN nummeret så tok børsen direkte kontakt med DnB om at aksjene måtte konverteres så raskt som mulig og at det ikke var behov for å avtale dette med Oslo Børs i forkant.

Oslo Børs mener at selskapet har brutt bestemmelsen om god børsskikk i børsforskriften § 14 jfr. løpende forpliktelser 2.2. Aksjene som ble utstedt den 8. februar etter en rettet emisjon ble satt på et eget ISIN i påvente av offentliggjøring av et godkjent prospekt. Dette ble offentliggjort 8. mars og aksjene skulle da vært flyttet til selskapets ordinære ISIN. Ettersom selskapet ikke gjennomførte flyttingen før 13. mars, var det fare for at aksjonærer kunne blitt forhindret fra å selge aksjer ettersom det ikke var dekning på deres VPS konto. I denne saken var det dog kun en aksjonær som ble forhindret fra å selge aksjer ettersom aksjene var lånt ut i forbindelse med gjennomføringen av den rettede emisjonen, og dermed ble skadevirkningene små.

Oslo Børs ønsker allikevel å minne selskapet om forpliktelsen til å ta opp aksjer til notering på samme ISIN som tidligere noterte aksjer og ber om at selskapet påser at dette skjer for fremtiden.

Oslo Børs vil ikke forfølge forholdet ytterligere, men vil kunne bruke denne e-posten i veiledningsøyemed for markedet ved behov.

Spørsmål om dette kan rettes til undertegnede.

#### **4.1.2.6 Kjøp av fly - Norwegian (brev av 14.03.2012)**

Viser til korrespondanse i forbindelse med børsmelding av 25. januar 2012, inkludert telefonsamtale 8. februar, og siste svar fra selskapet datert 10. februar.

Oslo Børs har vurdert prosessen som ledet opp til børsmeldingen om kjøp av fly fra Boeing og Airbus, samt selskapets føring av innsidelister jfr. verdipapirhandelloven § 3-5, herunder om børsen burde vært varslet om forhandlingene i forkant av offentliggjøringen jfr. verdipapirforskriften § 5-1 og løpende forpliktelser 3.1.2 (3).

Børsen har i vurderingen blant annet sett hen til selskapets redegjørelse og vurdert på hvilket tidspunkt forholdet kan sies å utgjøre innsideinformasjon jfr. verdipapirhandelloven § 3-2 jfr. løpende forpliktelser 3.1.1 (1). Oslo Børs er av den oppfatningen at selskapet i sitt svar og vurderinger av forholdet har lagt for liten vekt på det strategiske i beslutningen som styret fattet den 17. januar. Da ble administrasjonen gitt et mandat og fullmakt til å sluttforhandle avtaler med flyprodusentene og styret besluttet at selskapet hadde som intensjon å kjøpe fly men med klare forutsetninger. Da mener Oslo Børs at selskapet har valgt en strategisk retning for selskapet som ville kunne føre til et betydelig kjøp av nye fly hvis forhandlingene førte frem, og dette var et viktig steg på veien til kjøp av nye fly. I vurderingen av om en slik strategisk beslutning kan være innsideinformasjon vises det til børsstyrevedtak 24. april 2008 mot Fast Search and Transfer ASA:

*"Etter børsens vurdering representerte de konkrete planene og forhandlingene på dette tidspunktet slike muligheter for oppkjøp, at de må anses for tilstrekkelige "presise" til å utgjøre innsideinformasjon. Det faktum at det fremdeles var usikkerhet om hvorvidt motparten ønsket å gjennomføre et bud og at det ble diskutert alternative samarbeidsmetoder, innebærer etter børsens vurdering ikke at forhandlingene på dette stadiet ikke utgjorde innsideinformasjon, jf. de generelle merknadene i pkt. 4.2. over. Dette momentet har imidlertid betydning for spørsmålet om adgangen til utsatt offentliggjøring, jf. nedenfor. Det presiseres at lovens vilkår på dette punktet anses innfridd selv før partene påbegynte det som betegnes som reelle forhandlinger hvor f.eks. pris blir diskutert."*

I denne saken mener Oslo Børs at en slik beslutning som er fattet av styret er innsideinformasjon på grunn av størrelsen på det potensielle kjøpet. Dette til tross for at det var stor usikkerhet om de endelige forhandlingene ville føre frem til en avtale og at

det var avgjørende punkter som gjenstod helt frem til natt til 25. januar. I trinnvise prosesser hvor man for eksempel fatter en strategisk beslutning på styrenivå vil slike beslutninger i seg selv kunne være innsideinformasjon. Dette til tross for at det er forbehold om gjennomføring av en endelig avtale og det er usikkerhet om motparten ønsker å gjennomføre transaksjonen. Dog vil det i slike situasjoner normalt være anledning til utsatt offentliggjøring jf. verdipapirhandelloven § 5-3 og løpende forpliktelser pkt 3.1.2.

I den foreliggende sak mener Oslo Børs at Norwegian Air Shuttle ikke har vurdert om ovennevnte informasjonen utgjorde innsideinformasjon riktig. I dette ligger det at Oslo Børs mener den strategiske beslutningen som styret fattet 17. januar var tilstrekkelig til at en fornuftig investor ville lagt vekt på den i sin investeringsbeslutning. Selskapet har ikke besluttet utsatt offentliggjøring og børsen vil derfor ikke vurdere alle sider av en slik beslutning.

Oslo Børs mottok også innsidelister som var ført av selskapet, selv om selskapet ikke mente det var oppstått innsideinformasjon. Disse er formodentlig ført for å ha kontroll på hvem som innehadde konfidensiell informasjon. Denne listen er dog ikke ført etter de krav som er regulert i verdipapirhandelloven § 3-5 og da spesielt at tidspunktet for når personene på listen mottok innsideinformasjon er mangelfull. Oslo Børs forstår at det er gjort bevisst, men i en situasjon hvor vurderingen av tidspunktet for innsideinformasjon er feilaktig vurdert vil også listen være mangelfull. Oslo Børs er ikke rette myndighet til å følge opp eventuelle brudd på denne bestemmelsen og vil overlate dette til Finanstilsynet å vurdere.

Børsen har på bakgrunn av dette funnet grunn til å kritisere selskapet ettersom vi mener at det oppstod innsideinformasjon senest 17. januar etter styremøtet. Børsen har vurdert andre sanksjonsformer som illeggelse av overtredelsesgebyr men har etter en totalvurdering valgt å ikke foreslå formelle sanksjoner og avslutte saken med dette brev, samt oversendelse av en rutinemessig rapport til Finanstilsynet vedrørende den mangelfulle listeføringen.

Oslo Børs vil ikke sende pressemelding vedrørende kritikken som fremkommer i dette brev, men vil kunne gjøre innholdet kjent i andre sammenhenger.

Eventuelle spørsmål kan rettes til undertegnede.

#### **4.1.2.7 Børsmelding om utfall av vedtak (brev av 31.08.2012)**

Det vises til korrespondanse om børsmelding som InterOil Exploration and Production ASA (InterOil) offentliggjorde 15. juni 2012. Børsmeldingen medførte at selskapet aksjekurs steg med 11,5 % i forhold til kursen dagen før. Børsmeldingen gjelder en rettsavgjørelse avsagt av en domstol i Peru vedrørende utvidelse av to lisenser. Partene i saken var et heleid datterselskap av InterOil hjemmehørende i Peru.

Oslo Børs har vurdert om børsmeldingen var offentliggjort rettidig jfr. verdipapirhandelloven (vphl) § 5-2 og løpende forpliktelser 3.1.1 og om det var grunnlag for utsatt offentliggjøring jfr. vphl § 5-3 og løpende forpliktelser 3.1.2.

På bakgrunn av svarene fra selskapet kan hendelsesforløpet kort oppsummeres slik:

- dommen foreligger på spansk mandag 11. juni
- selskapet får muntlig beskjed om hovedinnholdet i dommen tirsdag 12. juni
- onsdag 13. juni er dommen oversatt til engelsk
- torsdag 14. juni er det utarbeidet utkast til børsmelding som må kvalitetssikres med styret og ledelse i datterselskapet i Peru
- fredag 15. juni klokken 11:48 offentliggjøres børsmeldingen

I lys av dette fremstod informasjonen som presis senest på det tidspunktet dommen var oversatt til engelsk. Etter dette kunne selskapet gjøre seg opp en mening om dommens betydning for selskapets aksjekurs. Senest på dette tidspunktet utløses innsideinformasjon jfr. vphl § 3-2 og dermed informasjonsplikt som beskrevet over.

Oslo Børs tar til etterretning Interails anførsel om at datterselskapet i Peru satt med best kompetanse til å vurdere dommens betydning samt kvalitetssikre meldingen. Oslo Børs legger til grunn at det kan ha vært grunnlag for utsatt offentliggjøring frem til meldingen ble offentliggjort. I dette er det tatt hensyn til at tidsforskjellen mellom Norge og Peru. På det tidspunktet det oppstår innsideinformasjon i selskapet og man beslutter utsatt offentliggjøring er selskapet forpliktet etter verdipapirforskriften (vpf) § 5-1, jfr. løpende forpliktelser 3.1.2 (3) til å underrette Oslo Børs. Det ble ikke gjort og dette er kritikkverdig.

På denne bakgrunn har selskapet brutt vpf § 5-1 jfr. løpende forpliktelser 3.1.2 (3).

Ettersom det er relativt kort tid mellom innsideinformasjonen oppstod og meldingen ble offentliggjort og det var grunnlag for utsatt offentliggjøring, avslutter vi forholdet med dette brev. Vi har lagt vekt på at selskapet ikke tidligere har mottatt kritikk fra Oslo Børs.

Oslo Børs vil ikke offentliggjøre brevet men vil kunne bruke det til opplæringsformål for markedet for å vise børsens praksis.

#### **4.1.2.8 Fortrinnsrettsemisjon – informasjon for beregning av virkning av handel uten retter (e-post av 16.11.2012)**

[..]

Av innkallingens sak 5, punkt (iii), fremkommer at styret skal fastsette den endelige tegningskursen i fortrinnsrettsemisjonen innenfor en nedre og øvre grense. Videre følger av sak 5, punkt (ii), at selskapets aksjeeiere per 27. november, slik disse fremkommer av utskrift fra aksjonærregisteret i VPS den 30. november, skal ha fortrinnsrett til å tegne, og få tildelt et antall fortrinnsretter tilsvarende eksisterende aksjebeholdning per dette tidspunkt (— slik vi leser vedtaksforslaget, én fortrinnsrett (til å tegne én ny aksje) per eksisterende aksje). Generalforsamlingen skal avholdes den 27. november. Aksjene i selskapet skal med andre ord handles uten rett til fortrinnsretter dagen etter generalforsamlingen er avholdt.

På ovenstående bakgrunn gjør vi oppmerksom på at, i henhold til Løpende forpliktelser punkt 11.3 jf. punkt 3.2 (2), skal melding om forslag eller beslutning om selskapshandling som gir rettigheter av økonomisk verdi inneholde nødvendig informasjon som gjør det mulig å beregne virkningen av den aktuelle hendelsen. I relasjon til fortrinnsrettsemisjoner betyr dette at den endelige tegningskursen i emisjonen må fastsettes, og offentliggjøres, før aksjen handles uten rett til fortrinnsretter. Styrevedtaket om fastsettelse av den endelige tegningskursen innenfor rammen vist til i innkallingens sak 5, punkt (iii), må således foreligge samme dag som generalforsamlingsvedtaket og senest innen kl. 16.30 dersom det er mulig.

Av innkallingens sak 5, punkt (vi), fremkommer videre at tegningsperioden for fortrinnsrettsemisjonen skal løpe fra 3. til 14. desember. I henhold til allmennaksjeloven (asal.) § 10-1 (2) nr. 5, annet punktum, skal fristen for tegning av aksjer på grunnlag av fortrinnsrett ikke være kortere enn to uker. Etter ukeberegningssprinsippene i asal. § 18-4 (2) skal frister som regnes i uker ende på den dag i den siste uke som etter sitt navn svarer til den dag da fristen begynner å løpe. Dersom den skriftlige underretningen jf. asal. § 10-1 (3) gis mandag 3. desember (tegningsperiodens start) må tegningsperioden følgelig vare til minst 17. desember (inkludert). Vi antar også at formålet med bestemmelsen om minst to ukers tegningsfrist tilsier at aksjonærene skal gis mulighet til



å tegne i en periode på minst to uker, slik at en tidlig underretning ikke kan forsvare en kortere periode hvor fortrinnsrettene faktisk kan utnyttes.

[..]

#### **4.1.3 Informasjonsdokument**

### **4.2 Regnskapsrapportering**

#### **4.2.1 Dispensasjon fra kravet om umiddelbar offentliggjøring av årsrapport etter styrevedtak - BN Bank ASA (brev av 09.03.2012)**

BN Bank ASA er en norsk låntager med obligasjonslån notert på Oslo Børs og Oslo ABM og er følgelig underlagt de løpende forpliktelser (deriblant informasjonsplikt) som følger av punkt 3 i Obligasjonsreglene og ABM reglene, jfr. Obligasjonsreglene og ABM reglene punkt 1.2. I følge Obligasjonsreglene og ABM reglene punkt 3.7.6 andre ledd første punktum skal offentliggjøring av årsrapporten skje straks årsrapporten er vedtatt av styret eller tilsvarende organ. Oslo Børs kan gjøre unntak fra plikten til umiddelbar offentliggjøring dersom særlige grunner foreligger, jf. Obligasjonsreglene punkt 3.7.6 andre ledd andre punktum og ABM reglene punkt 3.4.9.

I henhold til Deres søknad presenterer BN Bank ASA sine foreløpige årstall i en fjerdekvartalsrapport, som i år ble offentliggjort i løpet av januar. Videre bekreftes det i søknad ovenfor børsen at det ikke er noen endringer mellom fjerdekvartalsrapporten og endelig årsrapport som tilsier ny informasjon til markedet. Det bekreftes også at fjerdekvartalsrapporten er offentliggjort i tråd med Obligasjonsreglene pkt. 3.8, og at det endelige årsregnskap vil bli offentliggjort innen siste frist, den 30. april, etter avholdt generalforsamling.

BN Bank ASA gis på dette grunnlag dispensasjon fra kravet om at offentliggjøring av årsrapport skal skje straks denne er vedtatt av styret. Dispensasjonen gjelder også for fremtidige årsrapporter, såfremt forutsetningene som oppstilt nedenfor til enhver tid er oppfylt.

Forutsetninger for vedtaket er at:

- i. BN Bank ASA selv er av den oppfatning at markedet ikke går glipp av vesentlig informasjon som følge av fritak fra kravet om umiddelbar offentliggjøring
- ii. BN Bank utarbeider og offentliggjør fjerdekvartalsrapport av tilsvarende kvalitet som delårsrapport iht. Obligasjonsreglene punkt 3.7.2 (2) og ABM reglene punkt 3.4.5 fjerde ledd.
- iii. BN Bank ASA innen fristen oppstilt i Obligasjonsreglene punkt 3.7.6 første ledd, første punktum og ABM reglene punkt 3.4.7 første ledd offentliggjør årsrapport iht. Obligasjonsreglene punkt 3.7.2 og ABM reglene punkt 3.4.5 fjerde ledd.

Fritaket bortfaller dersom grunnlaget for vedtaket endres.

I den grad noen av de ovennevnte forutsetninger på et senere tidspunkt skulle vise seg ikke lenger å være gjeldende, forbeholder Oslo Børs seg rett til å initiere strykning av noterte lån på Oslo Børs og Oslo ABM utstedt av BN Bank ASA.

#### **4.2.2 Årsrapport – for sent meldt (brev av 26.06.2012)**

Som det fremgår av løpende forpliktelser 3.7.6 skal årsrapporten offentliggjøres straks den er vedtatt av styret og senest innen fire måneder etter regnskapsårets utgang.

Nordlandskraft AS' årsrapport ble offentliggjort 10.05.2012 og fristen som utløp 30. april d.å ble dermed ikke overholdt.

Børsen anser regnskapsinformasjon for å være av vesentlig betydning for investors mulighet til å fastsette markedsriktig kurs på låntagers obligasjoner da økonomiske forhold gir investorene opplysninger om låntagers soliditet. Det er dermed viktig at frister for innsendelse og offentliggjøring av regnskapstall overholdes.

Oslo Børs ser alvorlig på at fristen ikke er overholdt. Vi ber Nordlandskraft AS om å gjennomgå sine rutiner for å sikre at dette ikke gjentar seg.

Oslo Børs avslutter saken med dette brev.

#### **4.2.3 Extended deadline for semi annual financial reporting for issuers of bonds to be listed on Oslo Børs where the quarterly financial reporting will take place in accordance with SEC rules for foreign issuers (e-post av 25.09.2012)**

With reference to our conference call.

Regarding the length of the extension of the deadline for semi annual financial reporting, for this particular case. As already mentioned, we are willing to grant an extension of 15 days, which implies that the semi annual report must be submitted as soon as possible and at the latest within 75 days after the expiration of the period. Unfortunately a 30 days extension (implying a 90 days deadline) will be difficult to grant.

Such grant of extension will among others be based on certain conditions:

- The continuation the issuer's quarterly reporting, in particular the publication of the Q1 report
- The continuation of the listing of the issuer's common units on NYSE (or another regulated market)
- The other Teekay issuers with bonds listed in Oslo continue their financial reporting in compliance with the bond rules, unaffected by this case
- The denomination per unit in the new contemplated issue is EUR 100' og NOK 1 000.000,-

Please note that all of the above is on an informal basis. We need a formal application similar to previous listing processes with the other Teekay issuers. We will then formalize the grant of extensions.

Do not hesitate to contact me if you have any questions.

#### **4.2.4 Dispensasjon fra kravet om umiddelbar offentliggjøring av årsrapport etter styrevedtak – Agder Energi AS (brev av 31.03.2012)**

Agder Energi er en norsk låntager med obligasjonslån notert på Oslo Børs og er følgelig underlagt de løpende forpliktelser (deriblant informasjonsplikt) som følger av punkt 3 i Obligasjonsreglene, jfr. Obligasjonsreglene punkt 1.2. I følge Obligasjonsreglene punkt 3.7.6 andre ledd første punktum skal offentliggjøring av årsrapporten skje straks årsrapporten er vedtatt av styret eller tilsvarende organ. Oslo Børs kan gjøre unntak fra plikten til umiddelbar offentliggjøring dersom særlige grunner foreligger, jf. Obligasjonsreglene punkt 3.7.6 andre ledd andre punktum.

I henhold til Deres søknad presenterer Agder Energi sine foreløpige årstall i en detaljert fjerdekvartalsrapport i februar, hvoretter det blir sendt ut egen børsmelding i forbindelse med fastsetting av det endelige regnskapet, hvor det vises til de foreløpige tallene som kommuniseres i februar.

Agder Energi gis på dette grunnlag dispensasjon fra kravet om at offentliggjøring av årsrapport skal skje straks denne er vedtatt av styret. Dispensasjonen gjelder også for fremtidige årsrapporter, såfremt forutsetningene som oppstilt nedenfor til enhver tid er oppfylt.

Forutsetninger for vedtaket er at:

- i. Agder Energi selv er av den oppfatning at markedet ikke går glipp av vesentlig informasjon som følge av fritak fra strakskravet
- ii. Agder Energi utarbeider og offentliggjør fjerdekvartalsrapport av tilsvarende kvalitet som delårsrapport iht. Obligasjonsreglene punkt 3.7.2 (2)
- iii. Agder Energi straks etter styremøte sender ut en egen børs melding hvor det bekreftes at tallene i det styregodkjente årsregnskapet er i overensstemmelse med fjerdekvartalsrapport som nevnt i punkt ii
- iv. Agder Energi innen fristen oppstilt i Obligasjonsreglene punkt 3.7.6 første ledd, første punktum offentliggjør årsrapport iht. Obligasjonsreglene punkt 3.7.2

Fritaket bortfaller dersom grunnlaget for vedtaket endres.

I den grad noen av de ovennevnte forutsetninger på et senere tidspunkt skulle vise seg ikke lenger å være gjeldende, forbeholder Oslo Børs seg rett til å initiere strykning av noterte lån på Oslo Børs utstedt av Agder Energi.

### **4.3 Fremgangsmåte for offentliggjøring – språk**

#### **4.3.1 Application for exemption from new annual corporate governance reporting requirements (brev av 07.03.2012)**

We refer to the application from Royal Caribbean Cruises Ltd. ("the Company") received on 13 February 2012 and follow-up e-mail of 5 March 2012 providing additional information. The application seeks exemption from the new requirement for an annual report on corporate governance.

According to section 5-7 of the Securities Trading Regulations, Oslo Børs can exempt issuers from non-EEA states having Norway as their home state from the new obligation under the Accounting Act section 3-3b to provide an account of their policies and practice for corporate governance. Such exemption can be granted in cases where the issuer is subject to an equivalent requirement under the legislation of its home country or under the listing requirements of an authorised market place outside the EEA on which the issuer's securities are also quoted. In order to be deemed equal to the Accounting Act section 3-3b, the foreign requirement must include a consistency check corresponding to that provided for by the Auditors Act section 5-1 first paragraph.

Oslo Børs has reviewed the application which is based upon the Company being subject to equivalent requirements under the New York Stock Exchange listing standards. We are pleased to inform you that Oslo Børs is of the view that the application and the supporting information provided is sufficient to justify an exemption from the new requirement as set out in the Accounting Act section 3-3b for an annual report on corporate governance.

Against the background described above, Oslo Børs has reached the following decision:

Pursuant to section 5-7 of the Securities Trading Regulations, Oslo Børs hereby approves the application by Royal Caribbean Cruises Ltd. for exemption from the provisions of Section 5-1 of the Accounting Act.

#### **4.3.2 Norske Skogindustrier ASA - Søknad om dispensasjon fra verdipapirhandelloven § 5-13 vedrørende krav til språk ved informasjonspliktige opplysninger (brev av 10.01.2013)**

Det vises til søknad fra Norske Skogindustrier av 11. desember 2012. I søknaden søkes det om dispensasjon fra kravet i verdipapirhandelloven § 5-13 om å rapportere informasjonspliktige opplysninger på norsk. I denne sammenheng søkes det om å benytte engelsk som språk ved rapportering av informasjon som nevnt.

Utstedere med Norge som hjemstat skal i utgangspunktet offentliggjøre opplysninger på norsk, jf. verdipapirhandelloven § 5-13 første ledd. Oslo Børs har hjemmel til å gi dispensasjon fra dette utgangspunktet, jf. forskrift 6. desember 2007 nr. 1359 om innsendelse av flaggemeldinger, offentliggjøring av flaggemeldinger og meldepliktige handler, samt delegering av myndighet til å unnta fra språkkrav etter verdipapirhandelloven (heretter benevnt "forskriften"). I forskriften § 3 heter det følgende:

*"§ 3 Delegering av dispensasjonsmyndighet fra språkkrav*

*Regulert marked der verdipapirene er opptatt til handel kan gjøre unntak fra kravet i verdipapirhandelloven § 5-13 første og annet ledd om å gi opplysninger på norsk. Ved vurderingen av om det skal gjøres unntak skal det legges vekt på utstederens aksjonærsammensetning, hvor byrdefullt det fremstår for utstederen å gi opplysninger på norsk i tillegg til andre språk, utstederens arbeidsspråk, og om utstederen før forskriftens ikrafttredelse har hatt dispensasjon."*

Forskriften er utarbeidet av Finanstilsynet, og i høringsnotatet av 5. november 2007 til forskriften uttalte Finanstilsynet følgende om delegeringen (høringsnotatet punkt 3):

*"Drøftingene i verdipapirhandellovens forarbeider tilsier at kravet om at opplysninger skal gis på norsk skal være det klare utgangspunktet for utstedere med Norge som hjemstat. Forarbeidene omtaler derimot ikke aktuelle momenter som bør tas i betraktning ved utøvelsen av dispensasjonsskjønnet. Finanstilsynet mener at dispensasjon bare bør gis etter en individuell vurdering, og oppstiller noen vilkår for det regulerte markedets utøvelse av dispensasjonsskjønnet. Momenter ved vurderingen bør være aksjonærsammensetning, hvor byrdefullt det fremstår for utstederen å gi opplysninger på norsk i tillegg til andre språk, utstederens arbeidsspråk, og hvilken tradisjon utstederselskapet har hatt (dvs om de før forskriftens ikrafttredelse har hatt dispensasjon)."*

Det er i selskapets dispensasjonssøknad opplyst at 9 av selskapets 11 hel- og deleide papirfabrikker er lokalisert utenfor Norge. Det fremgår videre at kun om lag 5 % av konsernets driftsinntekter i 2011 stammer fra kunder lokalisert i Norge. Det er også opplyst at av om lag 4.100 ansatte per 30. november 2012 er 3.000 utenfor Norge. Det fremgår at konsernets offisielle arbeidsspråk som en naturlig konsekvens av dette er engelsk, at finansiell informasjon til internt bruk utarbeides kun på engelsk, og at med unntak av kommunikasjon med norske myndigheter og øvrige instanser i Norge utarbeides skriftlig informasjon hovedsakelig på engelsk. Det er videre opplyst at ved offentliggjøring av delårsrapporter avholdes presentasjoner på engelsk og alt skriftlig materiale er kun på engelsk. Selskapets aksjonærsammensetning pr. 6. desember 2012 målt i antall aksjonærer og eierandel opplyses å være henholdsvis 95,15 prosent og 80,15 prosent norsk eierskap. Det fremgår at det reelle antall aksjonærer vil være noe høyere hvis det justeres for aksjer eid fra utlandet gjennom nominee konti samt at en betydelig andel av de norske aksjonærene eier et lite antall aksjer og at disse er lite aktive aksjonærer. Selskapet opplyser også at publisering av all meldepliktig informasjon på engelsk vil bidra til at kostnadsnivået blir redusert.

Børsen har foretatt en konkret vurdering av forholdene som er beskrevet i selskapets søknad i forhold til kriteriene i ovennevnte forskrift. Det forhold at selskapet har mange små norske aksjonærer taler etter børsens syn imot innvilgelse av dispensasjon. Det fremgår av forarbeidene til den aktuelle bestemmelsen i verdipapirhandelloven at departementet legger avgjørende vekt på at norsk vil være mest lettfattelig for norske investorer. Uten at det fremgår av forarbeidene, antar børsen at det i denne sammenheng vil være av størst betydning for de mindre ikke-profesjonelle investorene at norske selskaper offentliggjør informasjonspliktige opplysninger på norsk. Børsen har i sin vurdering lagt begrenset vekt på at publisering av all meldepliktig informasjon på engelsk vil bidra til at kostnadsnivået for selskapet blir redusert, da noterte selskaper generelt må påregne å bruke de ressurser overholdelse av aktuelle lover og regler medfører.

Oslo Børs har i sin vurdering lagt stor vekt på at selskapets arbeidsspråk er engelsk samt at selskapets virksomhet i hovedsak foregår utenfor Norge og derigjennom har en utpreget internasjonal karakter. Det fremstår derfor etter en samlet vurdering av disse forholdene så byrdefullt for selskapet å rapportere på norsk at dispensasjon fra språkkravet kan innvilges for Norske Skogindustrier ASA. Det bemerkes også at investorer i et selskap med så sterk internasjonal virksomhet og profil neppe heller vil ha en berettiget forventning om norsk språk i den informasjon selskapet har utad.

På denne bakgrunn har Oslo Børs truffet følgende vedtak:

Med hjemmel i forskrift 6. desember 2007 nr. 1359 § 3 første punktum innvilger Oslo Børs søknaden fra Norske Skogindustrier ASA om dispensasjon fra verdipapirhandelloven § 5-13.

Vedtaket er enkeltvedtak og kan påklages til Finanstilsynet innen 3 uker fra underretning om vedtaket er kommet frem til vedkommende part, jf. forvaltningsloven §§ 28 og 29, jf. § 1. Eventuell klage stiles til Finanstilsynet og sendes til Oslo Børs.

#### **4.4 Annet**

##### **4.4.1 Ex-dato ved tilbud om deltakelse i emisjon (e-poster i perioden 05.02. – 23.02.2012)**

*E-post fra juridisk rådgiver 05.02.2012:*

Det vises til samtaler i går og i dag. Som vi ble enige om gir vi med dette etter samtaler med tilretteleggerne en litt mer detaljert beskrivelse av den påtenkte transaksjonen og de hensyn vi mener er av betydning for hvorfor verdsettelse av "retten" til å delta i en reparasjonsemisjon ikke er relevant ved fastsettelse av ex dato i den aktuelle transaksjonen og hvorfor man bør tillate at ex dato settes til dagen etter launch av transaksjonen (launch vil skje etter børsens stengetid siste handelsdag for aksjen inklusiv retten, med ex dato dagen etter).

Det skal gjøres en private placement (bestående av (i) en utstedelse av nye aksjer i selskapet og (ii) et salg av eksisterende aksjer av en større aksjeeier) med en etterfølgende reparasjonsemisjon (bestående hovedsakelig av utstedelse av nye aksjer i selskapet, potensielt i kombinasjon med salg av eksisterende aksjer av samme selgende aksjeeier som i private placement). Styret har en fullmakt til utstedelse av inntil 10 % av aksjekapitalen som er tenkt å dekke både de nye aksjene som skal utstedes gjennom privat placement og reparasjonsemisjonen, og det vil bli inngått avtale med selgende aksjeeiere om salg av aksjer.

Private placement vil bli dokumentert med et tilbuds- og noteringsprospekt og gjennomført gjennom en book building prosess på inntil tre dager (perioden kan mao. bli avsluttet tidligere). Etter gjennomført book building vil selskapets styre i samråd med

tilretteleggerne og selgende aksjeeier beslutte om private placement skal gjennomføres, hvilken pris aksjene skal utstedes/selges til og hvor mange aksjer som skal utstedes/selges. Forutsatt at private placement besluttes gjennomført, vil styret samtidig beslutte å gjennomføre den etterfølgende reparasjonsemisjonen. På dette tidspunktet vil behovet for likebehandling i forholdet mellom de aksjeeiere som mottar tildeling i private placement og de som er kategorisert som berettiget til å delta i reparasjonsemisjonen bli adressert, ved at styret vil fastsette det endelige antall aksjer som vil bli tilbudt i reparasjonsemisjonen og prisen for disse (som vil være den samme som i private placement). Det legges opp til at de som skal ha rett til å delta i reparasjonsemisjonen er aksjeeiere som eier mindre enn 50 000 aksjer, og som ikke har blitt tildelt aksjer i private placement. Rettene skal ikke noteres på Oslo Børs, og vil ikke være omsettelige.

Selskapet og tilretteleggerne ønsker at siste dag inklusive rett til å delta i reparasjonsemisjonen skal være samme dag som book buildingen starter (book buildingen er planlagt å starte etter børsens stengetid). Dvs at aksjene handles inkludert rett til å delta i reparasjonsemisjon t.o.m. den dagen book buildingen starter. På det tidspunkt aksjeeierne og andre investorer får informasjon om private placement og den etterfølgende reparasjonsemisjonen, dvs. ved offentliggjøring av prospektet ved begynnelsen av book building perioden, vil de dermed ikke ha mulighet til å posisjonere seg i forhold til det fastsatte kriteriet for å motta retten til å delta i reparasjonsemisjonen. De aksjeeierne som har retten vil ikke kunne selge den videre eller på annen måte realisere dens verdi, utover å benytte den til å delta i reparasjonsemisjonen.

På tidspunkt for starten av book buildingen er flere av de nødvendige elementene for beregningen av aksjens teoretiske verdi etter at retten har blitt fraskilt (TERP) fraværende, og som følgelig også gjør beregningen av rettens teoretiske verdi usikker:

- Man vet ikke om det blir noen reparasjonsemisjon i det hele tatt
- Man vet ikke hvor mange aksjer som vil bli tilbudt i reparasjonen, da det beregnes basert på tildelingen til eksisterende aksjeeiere i private placement
- Man vet ikke prisen på aksjene som vil bli tilbudt i reparasjonsemisjonen (som vil være den samme prisen som i private placement)
- Man vet ikke størrelsen på det endelige bruttoprovenyet selskapet vil bli tilført gjennom reparasjonsemisjonen, da dette vil bero på antall nye aksjer som tegnes og betales all den tid det ikke vil foreligge underwriting eller betalingsgaranti

Ovennevnte innebærer at det på nevnte tidspunkt vil være vanskelig å beregne aksjens teoretiske verdi etter at retten har blitt fraskilt (TERP), og følgelig også rettens teoretiske verdi. Slik transaksjonen er strukturert mener vi imidlertid at rettene teoretiske verdi ikke er av særlig betydning for aksjeeierne eller markedet. Rettene vil som nevnt ikke være gjenstand for notering eller omsetning, og fastsettelsen av ex dato innebærer således kun en avgrensning av hvem som har rett til å delta i reparasjonen. Den enkelte aksjeeier vil basert på sin kunnskap om eget aksjeinnehav kunne fastslå om han har eller ikke har rett til å delta i reparasjonsemisjonen. Private placement er åpen for alle på de betingelser den gjennomføres (minstetegning, prisfastsettelse gjennom book building, salgsrestriksjoner). Alle eksisterende aksjonærer kan delta, så fremt de ikke er forhindret fra dette i henhold til lovgivning i de relevante jurisdiksjoner. Handel etter starten av book buildingen vil på denne måten ikke bli påvirket av retten til å delta i reparasjonen. Den tilhører en identifiserbar gruppe som vil fremgå av VPS utskriften på T+3 og handel parallelt med book building vil ikke påvirke hvem som kan delta.

Dersom man fastsetter ex dato per tidspunktet for vedtak om gjennomføring av reparasjonsemisjonen vil man risikere at aksjonærene og andre investorer forsøker å tilpasse seg dette og dermed forrykke den fordeling som er påtenkt og kommunisert til markedet gjennom book building prosessen. Risiko for forskjellsbehandling av aksjeeiere som følge av at det vil være mulig å posisjonere seg i forhold til reparasjonsemisjonen er

dermed langt større enn ved å fastsette rettighetsdato som siste handelsdag før annonsering av private placement. Vi mener det mest sentrale prinsippet bør være at alle eksisterende aksjonærer behandles likt og at det unngås at enkelte aksjeeiere har mulighet til å tilpasse seg mens book buildingen pågår.

Når det gjelder spørsmålet rundt prising av selskapets aksje etter at retten har blitt fraskilt (TERP), så skal det først nevnes at reparasjonsemisjonen vil være relativt liten i forhold til selskapets markedsverdi og det vil hefte usikkerhet ved hvor mange aksjer som vil bli utstedt inntil utløpet av tegningsperioden i reparasjonsemisjonen. Til tross for at det foreligger noe mer informasjon på tidspunktet for styrebeslutningen om å gjennomføre private placement (dvs. tidspunktet for prising og allokering) som kan danne grunnlag for en beregning av TERP for aksjen, så mener vi at det hefter så stor usikkerhet rundt det endelige utfallet at en slik beregning antakeligvis vil være mindre relevant for den reelle kursdannelsen i aksjen. Videre er det slik at kun omtrent 16 % av aksjene vil ha rett til å delta i reparasjonen og de resterende 84 % vil være "ex rights" gjennom hele prosessen, med mindre det skjer omfattende tilpasninger til å komme inn i reparasjonen. Et eventuelt verdsettelsesproblem knyttet til den andelen som går ex ved launch vil derfor foreligge i alle tilfeller, noe som forsterker inntrykket av at man ikke oppnår mye ved å utsette ex dato til etter allokering og prising.

Basert på at man ikke oppnår mye ved å utsette ex dato til etter allokering og prising, samtidig som man kan bedre likebehandling av aksjonærer ved å sette ex dato rundt launch, mener vi at ex dato for retten til å delta i reparasjonsemisjonen bør kunne settes til første dag etter oppstart av book building perioden (som igangsettes etter børsens stengetid siste handelsdag aksjens handles inklusiv retten) i private placement.

#### E-post fra Oslo Børs 23.02.2012:

Viser til e-post med beskrivelse av de to gjennomførte emisjonene og møte der Algetas tilretteleggere nærmere presenterte detaljer og bakgrunn for valg og de vurderinger som ble gjort.

Retten til å delta i den etterfølgende reparasjonsemisjonen ble gitt til de som var aksjonærer i selskapet på den dag da den første meldingen om emisjonene ble offentliggjort og som eide 50.000 eller færre aksjer. Selskapet offentliggjorde denne meldingen etter børsens stengetid. Deretter gjennomførte selskapet en bookbuilding på to dager før den endelige beslutning om å gjennomføre emisjonene ble tatt. Begge emisjonene ble presentert med prospekt før bookbuildingen startet.

Etter løpende forpliktelser pkt 11.3 (1) skal slik rettighet til å delta i emisjoner tidligst tildeles de som er aksjonær den børsdagen beslutningen treffes. Dersom et selskap vurderer å fravike den angitte fremgangsmåten, skal børsen konsulteres i god tid i forkant, jf løpende forpliktelser pkt 11.1 siste punktum. Børsen ble informert om dette i forkant av gjennomføringen.

Fra det tidspunkt aksjen handles eksklusiv retten til å delta må det foreligge nødvendig informasjon som gjør det mulig å beregne den økonomiske virkningen av at aksjen handles uten retten til å delta i emisjonen, jf løpende forpliktelser pkt 3.2 (2). Ikke endelige rettigheter og rettigheter med et variabelt innhold vil kunne ha negativ innvirkning på prisdannelsen. I tillegg siden Selskapet inngår i OBX indeksen, som er en handlebar indeks, så medfører transaksjonsstrukturen at indeksen hadde feil verdi siden det ikke var mulig å justere indeksen på ex dato uten at det forelå nok informasjon for å beregne effekten. Dette påvirker direkte handelen i derivatmarkedet ettersom det er utstedt standardiserte derivater på OBX indeksen.

Oslo Børs har vurdert det slik at det i dette tilfellet kan benyttes en dato for tildeling av rett til å delta som avviker fra hovedregelen og at det ikke forelå nok informasjon fra

tidspunktet aksjen handles eksklusive rettighetene, såkalt "ex-dato". Vi har i denne forbindelse særlig lagt vekt på:

- selskapet har vurdert det slik at det er ønskelig å legge til rette for at nye investorer kommer inn som aksjonærer. Derfor er det nødvendig med en bookbuilding periode på inntil tre dager og mulighet for å presentere maksimalt antall aksjer som vil bli tilbudet for disse investorene
- de nye aksjene som vil bli tilbudet i den etterfølgende emisjonen utgjør en liten del av totalt antall aksjer
- effekten på indeks, og dermed derivat handel og indeksbasert handel, er svært begrenset
- selskapet ønsker å tilby eksisterende aksjonærer som ikke deltar i den rettede emisjonen mulighet til å tegne nye aksjer i relativ andel lik den andel som tegnes av de av selskapets aksjonærer som deltar i den rettede emisjonen
- begge emisjonene presenteres gjennom prospekter med detaljert informasjon om transaksjonsdetaljene

Utefra ovenstående har børsen i dette konkrete tilfelle konkludert med at transaksjonen kan gjennomføres slik den er foreslått. Det påpekes allikevel at dette ikke skaper presedens for at vi i lignende saker i fremtiden vil komme til samme konklusjon, spesielt i et tilfelle hvor påvirkning på indeksen og dermed derivatene hadde vært større.

Oslo Børs kan offentliggjøre dette svaret i forbindelse med behov for å veilede markedet om børsen avgjørelser.

#### **4.4.2 Opptak av egenkapitalbevis til handel (brev av 30.05.2012)**

Oslo Børs viser til korrespondanse med selskapet senest i e-post 16. mai 2012 samt tidligere kontakt pr. telefon.

Oslo Børs er kritisk til selskapets håndtering av utstedelse og noteringen av nye egenkapitalbevis i forbindelse med fondsemisjon vedtatt på forstanderskapsmøter 16. april og 14. mai 2012. Økningen i antall egenkapitalbevis var 1 801 333 som utgjorde 41,7 % av egenkapitalbevisene før emisjonen. De nye egenkapitalbevisene ble innført i sparebankens egenkapitalbeviseregister i VPS den 4. mai. Kapitalforhøyelsen som følge av fondsemisjonen ble registrert i foretaksregisteret først den 16. mai. Etter finansieringsvirksomhetsloven § 2b-23 (5) jf. allmennaksjeloven § 10-22 anses eierandelskapitalen forhøyd når kapitalforhøyelsen er registrert i foretaksregisteret, og nye egenkapitalbevis anses utstedt per registreringstidspunktet. Sparebankens fremgangsmåte medførte at egenkapitalbevisene som skulle utstedes i fondsemisjonen ved automatikk ble tatt opp til notering på Oslo Børs per tidspunktet for innføring av slike nye bevis i VPS den 4. mai, og således før egenkapitalbevisene var gyldig utstedt. I dette tidsrommet var det fare for at handel med egenkapitalbevisene i ettertid kunne blitt kjent ugyldig og dermed slettet.

Oslo Børs viser til løpende forpliktelser 11.4 (1) og (2) om kapitalforhøyelser i allerede notert aksjeklasse som så langt som mulig gjelder dette også for egenkapital instrumenter jfr. 1.2 (2). Det fremgår tydelig av denne reglen at notering av nye egenkapitalbevis forutsetter forutgående registrering av kapitalforhøyelsen i foretaksregisteret. Toten Sparebank har brutt nevnte bestemmelse.

Bakgrunnen for at det var mulig å innføre egenkapitalbevisene som skulle utstedes i VPS forutfor registrering av kapitalforhøyelsen i foretaksregisteret kan, slik børsen ser det, trolig tilskrives at sparebanken er sin egen kontofører-utsteder i VPS – og at de kontrollfunksjoner som sparebanken skulle utøve som kontofører-utsteder som følge av dette ble svekket. Oslo Børs er derfor kritisk til den rollen selskapet har og at det i denne konkrete situasjonen er en medvirkende faktor til at egenkapitalbevisene ble utstedt for tidlig. Ettersom selskapet her har hatt en manglende kontroll/rutine ved utstedelse av



nye egenkapitalbevis har selskapet brutt god børsskikk jfr. børsforskriftens § 14 og løpende forpliktelser 2.2.

Børsen legger til grunn at selskapet forsikrer seg om at en lignende hendelse ikke oppstår i fremtiden og at man revitaliserer sine rutiner.

Oslo Børs har med dette brev avsluttet saken og vil ikke offentliggjøre brevet. Vi vil allikevel kunne bruke brevet i opplæringsøyemed for eksempel at det inntas i den årlige publikasjonen "Vedtak og uttalelser".

Spørsmål vedrørende dette brevet kan rettes til undertegnede.

#### **4.4.3 Vedrørende rettet emisjon og reparasjonsemisjon i Danemora Minerals AB (e-post av 10.10.2012)**

Viser til telefonkonferanse.

Vi skjønner det slik at selskapet ønsker å følge den svenske praksisen om at aksjen går ex rett til å være med i reparasjonsemisjonen etter at generalforsamlingen har vedtatt den rettede emisjonen og at man skal gjennomføre en reparasjonsemisjon.

Dette vil etter norsk praksis avvike fra slik markedet normalt vil håndtere denne type emisjoner men det er ikke i strid med regelverket vårt. Vi vil da kreve at selskapet går ut med informasjon som oppfyller løpende forpliktelser 3.2 (2) siste setning og beskriver hvordan man har tenkt det videre forløpet hvis aksjen skal noteres eks en reparasjonsemisjon etter generalforsamlingen. Vider at man beskriver at samme aksje dermed kan være med i begge emisjonene hvis en av de som har tegnet seg i den rettede emisjonen selger sine "gamle" aksjer. Da blir tegningen for de aksjonærene som ikke fikk være med i den rettede emisjonen forholdsvis mindre.

Hvis selskapet kan beskrive dette på en god måte slik at også norske aksjonærer og investorer forstår at dette skjer etter svensk praksis, så kan vi åpne for handel igjen.

Håper dette var tydelig.

## 5. OVERTAKELSESTILBUD

### 5.1 Kontrollerte tilbud 2012

Selskap	Pliktig/ frivillig tilbud	Dato godkjent
Kverneland ASA (tilbyder: KUBOTA)	Frivillig	05.01.2012
Teco Maritime ASA (tilbyder: Teco Group)	Pliktig	10.01.2012
Fornebu Utvikling ASA (tilbyder: OBOS)	Pliktig (med samtidig innløsning)	22.02.2012
Kverneland ASA (tilbyder: KUBOTA)	Pliktig	21.03.2012
Aktiv Kapital ASA (tilbyder: Geveran)	Pliktig	10.04.2012
Statoil Fuel & Retail ASA (tilbyder: Couche-Tard)	Frivillig	19.04.2012
Fairstar N.V.* (tilbyder Dockwise)	Pliktig	14.05.2012
Origio AS* (tilbyder: CooperVision)	Frivillig	04.06.2012
SinOceanic (tilbyder: Sinindo Holdings Limited)	Pliktig	12.07.2012
Saga Tankers (tilbyder: Øystein Stray Spetalen)	Pliktig	04.09.2012
Asia Offshore Drilling Limited (tilbyder: Seadrill Ltd)	Pliktig	09.11.2012
Pronova BioPharma ASA (tilbyder: BASF AS)	Frivillig	05.12.2012
Reach Subsea ASA (tilbyder: Acello Partners)	Pliktig	07.12.2012

\* Tilbud med delt jurisdiksjon (Origio – Danmark, Fairstar – Nederland)

### 5.2 Pliktig tilbud

#### 5.2.1 Uttalelse om tilbudet fra uavhengig sakkyndig – SFR – (e-poster april 2012)

E-post fra Oslo Børs til styret i Statoil Fuel & Retail ASA (målselskapet) 12.04.2012:

Til styret i Statoil Fuel & Retail ASA ved styrets leder Birger Magnus og daglig leder Jacob Schram

[...]

STATOIL FUEL & RETAIL ASA – FRIVILLIG TILBUD – SELSKAPETS UTTALELSE OM TILBUDET

Vi har mottatt utkast til tilbudsdokument for frivillig tilbud til aksjonærene i Statoil Fuel & Retail ASA. Tilbudet og tilbudsdokumentet vil bli kontrollert og godkjent av Oslo Børs i egenskap av tilbudsmyndighet.

Etter verdipapirhandelloven (vphl.) § 6-16 skal styret i Statoil Fuel & Retail ASA offentliggjøre en uttalelse om tilbudet. Den relevante lovbestemmelsen er gjengitt nedenfor. Hvilke forhold uttalelsen skal dekke er nærmere beskrevet i bestemmelsen. Uttalelsen skal offentliggjøres senest én uke før tilbudsperiodens utløp.

Dersom det frivillige tilbudet er fremsatt av noen som er medlem av styret i Statoil Fuel & Retail ASA, eller tilbudet er fremsatt i forståelse med styret, avgjør tilbudsmyndigheten hvem som skal avgi uttalelsen.

Etter det vi forstår vil det bli inngått en avtale mellom Statoil Fuel & Retail ASA og tilyder som nærmere regulerer partenes rettigheter og forpliktelser i forbindelse med

fremsettelsen av tilbudet, herunder at Statoil Fuel & Retail ASA ikke vil søke alternative budgivere.

Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, vil derfor vurdere om selskapets uttalelse om tilbudet ikke skal avgis av styret i Statoil Fuel & Retail ASA. Vår beslutning om hvem som skal avgi uttalelsen på vegne av selskapet om det frivillige tilbudet vil bli truffet etter vi har fått anledning til å vurdere de relevante sider av saken. Ut fra det som fremgår av utkast til tilbudsdokument fremstår det som tilbudet er fremmet i forståelse med styret. Dersom styret i Statoil Fuel & Retail ASA skulle være av den oppfatning at forholdet til og prosessen mot tilbyder har vært slik at styret bør kunne avgi uttalelsen ber vi om at det gjøres nærmere rede for dette og at kopi av de avtaler som inngås med tilbyder oversendes til oss.

Dersom det offentliggjøres pressemeldinger eller andre dokumenter der styret tilkjennegir vurderinger av tilbudet må det tydelig fremgå at den ikke er avgitt etter vphl. § 6-16 og at det senere vil bli offentliggjort en egen uttalelse på vegne av selskapet etter at Oslo Børs i egenskap av tilbudsmyndighet har besluttet hvem som skal avgi uttalelsen.

Det normale der Oslo Børs beslutter at uttalelsen skal avgis av andre enn selskapets styre er at Oslo Børs beslutter at uttalelsen skal avgis av uavhengig sakkyndig som engasjeres av selskapet. Eventuell ekstern uavhengig sakskyndig 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). Den som eventuelt engasjeres må selv vurdere og bekrefte sin uavhengighet overfor oss.

Når Oslo Børs treffer avgjørelser i egenskap av å være tilbudsmyndighet utøver Oslo Børs forvaltningsmyndighet. En rekke av forvaltningslovens bestemmelser vil således komme til anvendelse for de vedtak Oslo Børs treffer i den anledning, herunder vil vedtakene kunne klages inn for Børsklagenemnden og det er innsynsrett i sakens dokumenter.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse inneholder anbefalinger i forhold til selskapsovertakelse (anbefalingen pkt 14). Statoil Fuel & Retail ASA må som et børsnotert selskap gi en samlet redegjørelse for selskapets eierstyring og selskapsledelse i årsrapporten. Dersom Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse ikke er fulgt skal det forklares i redegjørelsen.

\* \* \*

#### *”§ 6-16. Selskapets uttalelse om tilbudet*

*(1) Når det fremsettes tilbud etter reglene om tilbudsplikt, skal selskapets styre utarbeide og offentliggjøre et dokument som inneholder styrets begrunnede vurdering av tilbudets konsekvenser i forhold til selskapets interesser, herunder hvilken effekt tilbudsgivers strategiske planer som angitt i tilbudsdokumentet vil kunne få for de ansatte og for lokaliseringen av selskapets virksomhet. Dersom styret ikke finner å kunne gi en anbefaling til aksjeeierne om hvorvidt de bør akseptere tilbudet eller ikke, skal det redegjøres nærmere for bakgrunnen for dette. Det skal også opplyses om styremedlemmenes og daglig leders eventuelle standpunkt til tilbudet i egenskap av aksjeeiere i selskapet. Dersom styret innen rimelig tid mottar en særskilt uttalelse fra de ansatte om tilbudets innvirkning på sysselsettingen, skal denne vedlegges dokumentet.*

*(2) Uttalelsen skal foreligge senest én uke før tilbudsperiodens utløp.*

*(3) Uttalelsen skal sendes tilbudsmyndigheten, og gjøres kjent for aksjeeierne og de ansatte.*

*(4) Er tilbud fremsatt av noen som er medlem av styret i selskapet, eller er tilbudet fremsatt i forståelse med selskapets styre, avgjør tilbudsmyndigheten hvem som skal avgi uttalelse som nevnt i første ledd på vegne av selskapet."*

E-post fra Oslo Børs til styret i Statoil Fuel & Retail ASA 18.04.2012:

Til styret i Statoil Fuel & Retail ASA, og daglig leder Jacob Schram

STATOIL FUEL & RETAIL ASA – FRIVILLIG TILBUD FRA COUCHE-TARD – SELSKAPETS  
UTTALELSE OM TILBUDET

Vi viser til vår e-mail av 12. april 2012 vedrørende frivillig tilbud fra Couche-Tard til aksjonærene i Statoil Fuel & Retail ASA, der vi opplyste at vi ville vurdere om selskapets uttalelse om tilbudet skal avgis av andre enn styret i Statoil Fuel & Retail ASA.

Etter verdipapirhandelloven (vphl.) § 6-16 skal styret i Statoil Fuel & Retail ASA offentliggjøre en uttalelse om tilbudet. Hvilke forhold uttalelsen skal dekke er nærmere beskrevet i bestemmelsen. Uttalelsen skal offentliggjøres senest én uke før tilbudsperiodens utløp. Dersom det frivillige tilbudet er fremsatt av noen som er medlem av styret i Statoil Fuel & Retail ASA, eller tilbudet er fremsatt i forståelse med styret, avgjør tilbudsmyndigheten hvem som skal avgi uttalelsen.

Oslo Børs har mottatt kopi av utkast til transaksjonsavtaler og informasjon om prosessen og kontakten mellom Statoil Fuel & Retail ASA og Couche-Tard, slik denne er beskrevet i ukast til tilbudsdokument og i børsmeldinger. Det forestående tilbudet fra Couche-Tard fremsettes etter forståelse med styret i Statoil Fuel & Retail ASA.

På bakgrunn av den informasjon som er fremlagt har Oslo Børs vurdert det slik at aksjonærer i Statoil Fuel & Retail ASA vil kunne ha behov for vurderinger av tilbudet foretatt også av andre enn styret. Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har derfor besluttet at selskapets uttalelse om tilbudet skal avgis av uavhengig sakkyndig som engasjeres av selskapet. Oslo Børs har særlig lagt vekt på at:

- tilbudet er betinget av at styret anbefaler og opprettholder sin anbefaling av tilbudet og at styret har detaljert avtalt sine formuleringer i den uttalelsen som skal offentliggjøres, gjennom at denne er et vedlegg til transaksjonsavtalen,
- styret har påtatt Statoil Fuel & Retail ASA forpliktelser som kan vanskeliggjøre konkurrerende tilbud,
- transaksjonsavtalen mellom Statoil Fuel & Retail ASA og Couche-Tard er betinget av at selskapets hovedaksjonær, som eier 54 %, avgir forhåndsaksept. Denne forhåndsaksepten inneholder forpliktelser for hovedaksjonæren som kan vanskeliggjøre konkurrerende tilbud. Hovedaksjonæren er representert i styret i Statoil Fuel & Retail ASA.

Vi forstår det slik at det er lagt opp til at tilbudsdokumentet skal inneholde en uttalelse fra styret i Statoil Fuel & Retail ASA relatert til tilbudet som ikke er en formell uttalelse etter vphl. § 6-16. I lys av at styret har inngått en detaljert transaksjonsavtale anser vi det er av verdi for aksjonærene at styret tilkjennegir sine vurderinger gjennom en slik uttalelse. Vi har derfor ikke innvendinger mot at det inntas en slik uttalelse så lenge det tydelig fremgår at den ikke er avgitt etter vphl. § 6-16 og at det vil bli offentliggjort en egen uttalelse på vegne av selskapet av en ekstern part utpekt av Oslo Børs.

Ekstern 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). Vi forstår at Statoil Fuel & Retail ASA vurderer å benytte ABG Sundal Collier Norge ASA og/eller Merrill Lynch International som

ekstern uavhengig sakskyndig. Styret har tidligere engasjert disse for å avgi en fairness opinion om tilbudet. Oslo Børs har ikke innvendinger mot at begge eller en av disse engasjeres som ekstern uavhengig sakskyndig for å avgi uttalelse på vegne av selskapet.

Den som engasjeres må selv vurdere og bekrefte sin uavhengighet overfor oss. Det skal det i uttalelsen inntas informasjon om beslutningen fattet av Oslo Børs som tilbudsmyndighet. Vi presiserer for ordens skyld at selv om uttalelsen ikke avgis av styret skal den inneholde eller vise til styremedlemmenes og daglig leders eventuelle standpunkt til tilbudet i egenskap av aksjeeiere i selskapet og evt. uttalelser fra ansatte. Det forutsettes at Statoil Fuel & Retail ASA er behjelpelig med å legge til rette for, innhente og videreformidle uttalelser fra ansatte. Videre forutsettes det at ekstern sakskyndig har tilgang til avtaler og relevant korrespondanse med tilbyder og andre potensielle tilbydere.

#### E-post fra Oslo Børs til styret i Statoil Fuel & Retail ASA 25.04.2012:

Vi har mottatt redegjørelser fra ABG Sundal Collier Norge ASA og Merrill Lynch International om deres uavhengighet i forhold til å uttale seg om tilbudet på vegne av Statoil Fuel & Retail ASA. Redegjørelsene er, for ordens skyld, vedlagt denne e-mailen.

Når Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, skal utpeke andre enn styret til å avgi uttalelse om tilbudet, må det utpekes noen hvis uavhengighet det ikke vil være tvil om.

Vi har vurdert de redegjørelser som er mottatt.

Utfra en totalvurdering av situasjonen er vi av den oppfatning at det kan reises tvil om egnetheten til ABG Sundal Collier Norge ASA og Merrill Lynch International i forhold til å avgi uttalelse om tilbudet på vegne av selskapet. Vi har i denne forbindelse særlig lagt vekt på det oppdraget disse har for selskapet og den honorarstruktur som er avtalt. Det er avtalt at ABG Sundal Collier Norge ASA og Merrill Lynch International skal motta et tilleggshonorar, på et inntil fastsatt beløp, etter selskapets skjønn og basert på selskapets vurdering av utførte tjenester og arbeidsmengde. Gitt denne ordningen med tilleggsvederlag har vi også lagt vekt på at styret i Statoil Fuel & Retail ASA, i forståelse med tilbyder, allerede har offentliggjort en uttalelse om tilbudet som innholdsmessig søker å dekke de forhold en uttalelse etter verdipapirhandelloven § 6-16 skal dekke.

Oslo Børs er derfor av den oppfatning at selskapets uttalelse om tilbudet, som skal avgis av uavhengig sakkyndig som engasjeres av selskapet, ikke kan avgis av ABG Sundal Collier Norge ASA og/eller Merrill Lynch International.

#### **5.2.2 Tilbudsplikt ved aksjelån i forbindelse med børsnotering (e-poster i perioden 16.04. – 20.04.2012)**

##### E-post mottatt fra juridisk rådgiver 16.04.2012:

Vi viser til samtale per telefon angående planlagt notering av Selvaag Bolig ASA (Selskapet).

Selvaag Gruppen AS eier i dag 60,5 % av aksjene og stemmene i Selskapet. I forbindelse med noteringen vil det gjennomføres en aksjekapitalforhøyelse og det er forventet at Selvaag Gruppen vil eie mer enn 50 % også etter aksjekapitalforhøyelsen. Sistnevnte er ikke endelig avklart.

I forbindelse med noteringen er det også planlagt at en tilrettelegger (Stabiliseringsagenten) på oppdrag for Selskapet skal gjennomføre et stabiliseringsprogram i en periode på inntil 30 dager etter noteringen. For å sikre levering av aksjer under stabiliseringsprogrammet vurderes det inngått en aksjelånsavtale mellom Selvaag Gruppen og Stabiliseringsagenten. Selvaag Gruppen vil låne ut et

bestemt antall aksjer til Stabiliseringsagenten før notering finner sted tilsvarende overtildelingsfasiliteten som Selskapet vil gi Stabiliseringsagenten. Utlånet kan, sammen med utvanning i aksjekapitalforhøyelsen, medføre at antall aksjer/stemmer som Selvaag Gruppen holder faller under 50 % (eller en annen tilbudspliktsgrense) før noteringen. Tilbakelevering av aksjer fra Stabiliseringsagenten til Selvaag Gruppen skal skje så snart som praktisk mulig etter utløpet av 30 dagers perioden for stabiliseringsprogrammet, som vil være etter at Selskapets aksjer er notert. Slik tilbakelevering vil gjennomføres enten ved bruk av aksjer som Stabiliseringsagenten har ervervet i markedet i stabiliseringsperioden eller som Stabiliseringsagenten mottar fra Selskapet gjennom en rettet aksjekapitalforhøyelse etter utløpet av stabiliseringsperioden. Tilbakeleveringen kan innebære at antall aksjer som Selvaag Gruppen holder på egen konto passerer tilbudspliktsterskelen på 50 % (eller en annen tilbudspliktsgrense).

Av hensyn til at aksjene som skal lånes ut til Stabiliseringsagenten skal kunne videreselges til investorer i henhold til overtildelingsfasiliteten antar vi at Selvaag Gruppen ikke vil forbeholde seg retten til å utøve stemmeretten som er knyttet til aksjene, men vil beholde alle økonomiske rettigheter. Selvaag Gruppen skal ikke motta vederlag for aksjelånet.

I tillegg er det planlagt at Selvaag Gruppen skal låne ut aksjer i Selskapet for å sikre rask levering til investorene som deltar i aksjekapitalforhøyelsen rett forut for børsnoteringen. Dette utlånet kan, sammen med utvanning i aksjekapitalforhøyelsen og utlånet til Stabiliseringsagenten, medføre at antall aksjer/stemmer som Selvaag Gruppen holder faller under 50 % (eller en annen tilbudspliktsgrense) før noteringen. Tilbakelevering av aksjer til Selvaag Gruppen skal skje så snart som praktisk mulig, og kan skje etter notering av Selskapets aksjer på Oslo Børs ved at Selvaag Gruppen mottar nye aksjer fra Selskapet som utstedes i aksjekapitalforhøyelsen knyttet til noteringen. Tilbakeleveringen kan innebære at antall aksjer som Selvaag Gruppen holder på egen konto passerer tilbudspliktsterskelen på 50 % (eller en annen tilbudspliktsgrense).

Etter Selvaag Gruppens vurdering, blant annet med henvisning til Vedtak og Uttalelser for 2011 s. 149-150 (punkt 5.2.2), er ovennevnte lånearrangementer ikke å anse som avhendelse og erverv av aksjer i forbindelse med tilbudsplikt, slik at tilbudsplikt ikke inntreffer ved tilbakelevering av aksjer under aksjelånene som nevnt ovenfor, og at reglene om tilbudsplikt for etterfølgende erverv heller ikke kommer til anvendelse for Selvaag Gruppen som følge av tilbakelevering av aksjer under aksjelånene som nevnt ovenfor. Videre er det Selvaag Gruppens vurdering at Selvaag Gruppen fritt kan kjøpe og selge aksjer i Selskapet etter tilbakelevering av aksjer under aksjelånene som nevnt ovenfor uten å utløse tilbudsplikt, forutsatt at Selvaag Gruppen ikke etter tilbakelevering av aksjer under aksjelånene nevnt ovenfor erverver aksjer og dermed passerer en tilbudspliktsterskel på en måte som utløser tilbudsplikt. Til slutt er det Selvaag Gruppens vurdering at aksjeutlån og tilbakelevering som nevnt ovenfor ikke har betydning for tilbudsprisen i et eventuelt fremtidig pliktig tilbud av Selvaag Gruppen vedrørende aksjene i Selskapet (slik at aksjeutlånene og tilbakeleveringen ikke påvirker Selvaag Gruppens situasjon hva gjelder tilbudspliktsreglene).

Som følge av de vesentlige konsekvenser av tilbudspliktsreglene, ber Selvaag Gruppen om Oslo Børs sin bekreftelse av Selvaag Gruppens vurdering som beskrevet ovenfor.

E-post med tilbakemelding fra Oslo Børs 20.04.2012:

Viser til henvendelse vedrørende vår vurdering av reglene om tilbudsplikt i relasjon til tilbakelevering av aksjer under aksjelån etablert i forbindelse med emisjon ved nynotering.

Aksjelånene gjøres for å legge til rette for:

- raskere levering av aksjer til investorer som deltar i spredningsemisjonen, og

- overtildeling med påfølgende prisstabilisering i inntil 30 dager etter noteringsdagen.

Den bærende betraktning, ved vurdering av slike forhold i relasjon til reglene om tilbudsplikt, er om det etableres en situasjon der det finner sted et kontrollskifte som tilsier at andre aksjonærer bør gis en mulighet til å selge sine aksjer. Her det tale om lånearrangement for dels å sikre rask levering av aksjer i forbindelse med emisjon i en meget kort periode og dels for å muliggjøre overtildeling med påfølgende prisstabilisering i inntil 30 dager.

Vår vurdering er at disse lånearrangementene, for utlåner, ikke er å anse som avhendelse og erverv av aksjer i forhold til reglene om tilbudsplikt. Det etableres ikke en situasjon der det finner sted et kontrollskifte som tilsier at andre aksjonærer bør gis en mulighet til å selge sine aksjer.

Tilbudsplikt for utlåner utløses følgelig ikke ved at aksjer leveres tilbake til utlåner for å gjøre opp aksjelånet etter gjennomføring av emisjonen og etter gjennomført prisstabilisering.

Det vår oppfatning at utlånet og tilbakeleveringen heller ikke skal ansees som passering av tilbudspliktgrense i forhold til reglene om etterfølgende tilbudsplikt. Dvs. at utlåner kan avhende og selge aksjer såfremt terskel for tilbudsplikt (gjentatt tilbudsplikt) ikke passeres.

Videre er det vår vurdering at utlånet og tilbakeleveringen ikke har betydning i forhold til beregning av minimum tilbudspris i et fremtidig pliktig tilbud fra utlåner (dvs. den pris tilbyder har betalt eller avtalt i forutgående 6-måneders periode).

### **5.2.3 Mandatory offer obligation – subsequent acquisitions and merger exemption (brev av 16.05.2012)**

Reference is made to your letter dated 7 May 2012, and request for Oslo Børs' opinion on certain aspects of the application of Section 6-6 (2) of the Securities Trading Act in the context of subsequent acquisitions following reach or crossing of a mandatory offer threshold through a merger cf. Section 6-2 (1) no. 3.

Set out below is the opinion of the administration of Oslo Børs on the matter. Please note however that principle matters of material importance to specific mandatory offer cases are passed upon by the Board of Directors of Oslo Børs, and that shareholders affected by the resolutions of the Board of Directors of Oslo Børs may appeal such decisions in for the Stock Exchange Appeals Committee (Nw. Børsklagenemnden).

This letter may be published in the annual Decisions and Statements publication of Oslo Børs.

#### Facts Presented

The shares of the issuer in question are listed on Oslo Børs.

The issuer has a shareholder holding 45 percent of the shares in issue in the issuer. The shareholder's 45 percent holding was reached through a merger in which the issuer was the acquiring company, and the transaction was exempt from the mandatory offer rules pursuant to Section 6-2 (1) no. 3 of the Securities Trading Act.

The issuer may issue new shares, and the shareholder is not contemplating to subscribe for new shares in such share issue, which could result in a dilution of the shareholder's shareholding in the issuer to (i) below 45 percent but above 40 percent, or (ii) below 40 percent but above one-third, or (iii) below one-third of the shares and votes in the

issuer. The shareholder may acquire additional shares subsequent to such dilution, either through secondary market purchases or through participation in share issues.

### Overview of Key Provisions

Section 6-1 (1) of the Securities Trading Act sets out the principal mandatory offer rule as follows (office translation):

*"Any person who through acquisition becomes the owner of shares representing more than 1/3 of the voting rights in a Norwegian company the shares of which are admitted to trading on a Norwegian regulated market is obliged to make an offer for the purchase of the remaining shares in the company".*

Section 6-6 of the Securities Trading Act sets out rules on mandatory offer requirement upon reach or crossing of the mandatory offer thresholds of 40 percent and 50 percent, as well as in respect of subsequent acquisitions by a shareholder who has reached or crossed any of the mandatory offer thresholds in a manner which did not trigger a mandatory offer obligation, as follows (office translation):

*"(1) A shareholder who owns shares representing more than 1/3 of the votes of a listed company is obliged to make an offer to purchase the remaining shares of the company (repeat offer obligation) if the shareholder through acquisition becomes owner of shares representing 40 percent of the votes in the company. The first sentence applies correspondingly where the shareholder through acquisition becomes owner of 50 percent or more of the votes in the company. The first and second sentences do not apply in the case of acquisitions in connection with the launch of a bid as mentioned in section 6-1.*

*(2) A shareholder who has crossed a mandatory offer threshold as mentioned in Section 6-1 or Section 6-6 subsection (1) in such a way as not to trigger a mandatory offer obligation, and has therefore not made a mandatory offer, is obliged in the case of each subsequent acquisition that increases his proportion of the voting rights to make an offer to buy the remaining shares of the company".*

Section 6-2 (1) no. 3 of the Securities Trading Act sets out an exemption from the mandatory offer obligation under Section 6-1 or 6-6 in case of mergers as follows (office translation):

*"(1) No mandatory offer obligation is applicable under Section 6-1 or Section 6-6 in cases of acquisition in the form of*

*[...]*

*3. consideration in connection with a merger [...] of a private limited company or public limited company.*

*(2) The takeover supervisory authority may in special cases impose a mandatory offer obligation in connection with acquisitions as mentioned in subsection (1)".*

### Questions Raised and Assessment of Matter

Question (a). You have asked for Oslo Børs' opinion on whether the shareholder, following a share issue in the issuer resulting in that shareholder holding less than its current 45 percent but more than 40 percent, can acquire shares (buy in the market or subscribe for new shares) up to its pre-share issue shareholding of 45 percent without triggering a mandatory offer obligation, or whether a mandatory offer obligation will be triggered on any subsequent acquisition that increases voting rights as from the new (lower) level established following the share issue.



Pursuant to Section 6-6 (2) of the Securities Trading Act, a shareholder who has reached or crossed the 40 percent mandatory offer threshold in such a way as not to trigger a mandatory offer obligation — including through a merger — is required to make a mandatory offer for the remaining shares of the issuer if that shareholder through a subsequent acquisition "*increases his proportion of the voting rights*" in the issuer. Neither the Act, nor the preparatory works of the Act, specifically address whether it is (i) the holding of the shareholder immediately following the merger (or such other transaction or event as the case may be), or (ii) the holding of the shareholder as at the time of the subsequent acquisition, that shall form the basis for the determination of whether an increase of proportion of voting rights has occurred at the hand of the shareholder.

The principal purposes of the mandatory offer requirement in respect of subsequent acquisitions by a shareholder who has reached or crossed any of the mandatory offer thresholds in a manner which did not trigger a mandatory offer obligation are set out in the preparatory works of the Securities Trading Act as follows (NOU 1996:2 page 113, relating to a similar provision of the 1997 Securities Trading Act) (office translation):

*"If the mandatory offer threshold has been crossed by an acquisition in the form of inheritance, gift or merger consideration, the shareholder in question should be required to launch a mandatory offer upon subsequent increases in its shareholding. In such cases, it can be questioned whether any control premium for distribution to the shareholders exist. However, the Committee finds the determining factor to be that a change of control in the company already has occurred. The subsequent acquisition can accordingly be seen as to confirm the shareholder's desire to control the company, notwithstanding the fact that the mandatory offer threshold was crossed by means of a transaction that was exempted from the mandatory offer requirement. The other shareholders of the company should in such cases be given the opportunity to sell their shares. A mandatory offer should, in the opinion of the Committee, be triggered regardless of the size of the subsequent acquisition"* (our underlining).

In the opinion of Oslo Børs, the above statement implies that it at the outset is the holding of the shareholder as at the time of the subsequent acquisition that shall form the basis for the determination of whether an increase of proportion of voting rights has occurred at the hand of the shareholder. As long as the shareholder has crossed a mandatory offer threshold through an exempted transaction, any subsequent acquisition "*can be seen as to confirm the shareholder's desire to control the company*" — including where for instance the shareholder prior to the subsequent acquisition was diluted through a share issue in which he was not able or willing to participate at that time (for example because of the shareholder's financial situation or his assessment of the terms of the share issue).

The criterion of an increase in proportion of voting rights as a trigger for a mandatory offer obligation under Section 6-6 (2) was introduced in the 2007 Securities Trading Act. In the 1997 Act, the similar provision (Section 4-6 of that Act) read such that a mandatory offer was required upon "any subsequent acquisition" — without any reservation in respect of increase in proportion of voting rights. The adjustment made to Section 6-6 (2) of the 2007 Act is in the preparatory works of the Act reasoned as follows (NOU 2005:17 page 40) (office translation):

*"The Committee proposes a small adjustment to the wording of the rule. Under the current Section 4-6 first paragraph of the Securities Trading Act, any subsequent acquisition triggers a mandatory offer obligation, even if the shareholder in question does not increase his ownership level. An example is acquisitions in the form of subscription of shares in a share issue pursuant to which that shareholder's proportion of voting rights is diluted because he does not fully subscribe for his pro-rata share of the*

share issue. The Stock Exchange has previously held that such acquisitions do not trigger a mandatory offer obligation, cf. Decisions and statements 2001 page 88-90. The Committee is of the opinion that the rationale behind the mandatory offer rules does not call for a mandatory offer obligation in such circumstances, and that such acquisitions explicitly should be exempted by way of an adjustment to the wording of the rule" (our underlining).

Oslo Børs is of the opinion, and has in prior statements held, that the above mentioned exemption, or carve-out, is a narrow exemption which primarily is reserved for participation in rights issues where all shareholders are granted rights to participate in that share issue pro-rata to their holdings in the issuer. In rights issues, a major shareholder may participate pro-rata to its existing holding and hence not increase its control in the issuer at the same time as the other shareholders are protected from experiencing an unreasonable dilution. Further, pro-rata participation by such shareholder in rights issues has the characteristics of merely being a restructuring of the holding of the shareholder pursuant to which that holding is retained (alternatively decreased) but distributed on a larger number of shares, with simultaneity between the acquisition through subscription and corresponding dilution.

It can be questioned whether the same should apply with respect to participation in other forms of share issues, typically directed placements, as directed placements normally will entail a change of the ownership structure of the issuer, and where the major shareholder (alone or together other shareholders) has significant influence on the outcome of the corporate resolutions required to implement the issue. However, the wording of Section 6-6 (2) of the 2007 Securities Trading Act implies that participation by a shareholder in such directed placements also may be exempted under the rule, as the acquisition through subscription and the corresponding dilution in such cases is executed with simultaneity and hence may be undertaken in a way as not to "increase[es] his proportion of the voting rights" in the issuer<sup>(8)(9)</sup>.

In respect of sale and acquisition of shares in the secondary market, and depending on the concrete circumstances of the transaction, simultaneity as regards execution of the two legs of the transaction may occur — and Oslo Børs is of the opinion that simultaneity at the outset is a requirement for the acquisition part of the transaction to qualify as an acquisition that does not increase the shareholder's proportion of voting rights in the issuer cf. the wording of Section 6-6 (2). If the sales part of the transaction is executed prior to the acquisition part, the new ownership level established upon execution of the sales part of the transaction will normally, in the opinion of Oslo Børs, form the level of which the shareholder is measured pursuant to Section 6-6 (2) of the Act. If on the other hand, the acquisition part of the transaction is executed prior to the sales part, the acquisition will, in the opinion of Oslo Børs, trigger a mandatory offer requirement for the shareholder under Section 6-6 (2) — however such that the sales part of the transaction may qualify as a disposal pursuant to Section 6-9 of the Securities Trading Act<sup>(10)</sup>.

---

<sup>8</sup> To the contrary, see Decisions and Statements 2002 6.1.7 (Choice Hotels Scandinavia) where the distinction between rights issues and directed placements is discussed. The distinction between rights issues and directed placements did however not determine the outcome of the matter, and the case is of age prior to introduction of the criterion of an increase in proportion of voting rights as a trigger for a mandatory offer obligation under Section 6-6 (2) of the 2007 Securities Trading Act.

<sup>9</sup> See also the very factual specific matter discussed in Decisions and Statements 2001, item 6.1.3 (regarding subscription and dilution through acceptance of exchange offer for shares in a new share class).

<sup>10</sup> See Decisions and Statements 2008, item 6.3.9 (regarding purchase of shares simultaneously with sale of shares under an option in Golden Ocean).

In respect of acquisitions in the secondary market, and dilution through a share issue in which the shareholder does not participate, Oslo Børs is of the opinion that simultaneity between execution of the secondary market acquisition and the dilution rarely will occur (as you also point out in your letter). Accordingly, and on the basis of the wording of Section 6-6 (2), if a secondary market acquisition is executed subsequent to occurrence of the dilution, Oslo Børs is of the opinion that the new ownership level established upon occurrence of the dilution normally will form the level of which the shareholder is measured pursuant to Section 6-6 (2) of the Act. If on the other hand, a secondary market acquisition is executed prior to the dilution, that acquisition will, in the opinion of Oslo Børs, trigger a mandatory offer obligation for the shareholder pursuant to Section 6-6 (2). Provided that the dilution occurs with the deadline for disposals under Section 6-9 (1) of the Securities Trading Act, the dilution may however qualify as a disposal pursuant to that provision.

Also reasons beyond the wording of Section 6-6 (2) support a strict interpretation of the Act. Most notably, if Section 6-6 (2) of the Act were to be construed such that that the holdings immediately post-merger (or such other transaction or event as the case may be) would form a roof within which the shareholder is exempted from the obligation to make a mandatory offer following subsequent acquisitions, that would entail that separate and individually based mandatory offer thresholds would apply for each shareholder exempted under Section 6-2 or which otherwise has crossed a mandatory offer threshold in such a way as not to trigger the mandatory offer obligation. If the intention with Section 6-6 (2) of the Act was to create such a regime, one could have expected this to be clearly addressed in the preparatory works of the Act.

On the basis of the above and the facts presented in your letter, Oslo Børs is of the opinion that the shareholder in question will trigger a mandatory offer obligation if that shareholder following a diluting share issue leading it to a holding above 40 percent but below 45 percent were to acquire any additional share in the issuer.

Question (b). You have asked for Oslo Børs' opinion on whether the shareholder, following a share issue in the issuer resulting in that shareholder holding less than one-third or 40 percent, can acquire shares (buy in the market or subscribe for new shares) up to its pre-share issue shareholding of 45 percent without triggering a mandatory offer obligation, or whether a mandatory offer obligation will be triggered on any subsequent acquisition that increases voting rights as from the new (lower) level established following the share issue, or alternatively on any subsequent acquisition that results on the shareholder crossing the one-third threshold or reaching or crossing 40 percent threshold.

If the shareholder through a share issue is diluted below one-third, Oslo Børs is of the opinion that the shareholder will trigger a mandatory offer obligation upon any acquisition resulting in that shareholder crossing the one-third threshold. The dilution has then resulted in the shareholder not any longer holding a controlling interest in the issuer — as such controlling interest is construed under the mandatory offer rules — and the main mandatory offer rule in Section 6-1 (1) is hence applicable in respect of the subsequent transaction leading the shareholder to cross the one-third threshold.

In a situation, however, where the shareholder through a share issue is diluted below 40 percent but retains a holding above one-third, Oslo Børs is of the opinion that the shareholder's pre-merger holding in the issuer, and how the shareholder reached his pre-merger holding, will determine whether Section 6-6 (2) is applicable. Further, the transitional rules in Section 18-3 (2) no. 1 may have impact on the analysis, depending on when the shares of the issuer were admitted to trading on Oslo Børs. In the below, two alternative scenarios are discussed to illustrate Oslo Børs' opinion on the application of the rule.

Scenario A: If for instance (i) the shareholder held 35 percent of the voting rights in the issuer prior to the merger that brought the shareholder to 45 percent, (ii) the shares of the issuer were admitted to trading subsequent to entry into force of the mandatory offer provisions of the 2007 Securities Trading Act, and (iii) the pre-merger holding above one-third continuously has been held since the time of listing of the issuer (or alternatively obtained subsequent to the listing but as a result of a mandatory offer), the position of the shareholder after the diluting share issue bringing the shareholder down to 35 percent would be the same as the shareholder would have had if the merger had not taken place. I.e., the shareholder would at the outset be able to acquire additional shares up to the 40 percent threshold without triggering a mandatory offer obligation as the one-third mandatory offer threshold was not crossed in a way as to trigger a mandatory offer obligation cf. Section 6-6 (2) of the Act — but rather not crossed at all as the mandatory offer rules did not apply in respect of the issuer prior to the listing (alternatively crossed through a mandatory offer). If however, in the example (i) the shares of the issuer were admitted to trading prior to the entry into force of the mandatory offer rules of the 2007 Securities Trading Act, and (ii) the shareholder held the 35 percent pre-merger holding at the time of entry into force of those provisions, the transitional rule in Section 18-3 (2) no. 1 would apply, such that the shareholder nonetheless would trigger a mandatory offer obligation upon acquisition of any one share in the issuer.

Scenario B: If for instance (i) the shares of the issuer were admitted to trading subsequent to entry into force of the mandatory offer provisions of the 2007 Securities Trading Act, and (ii) the merger subsequent to that brought the shareholder from zero shares in the issuer, or anywhere from below one-third, to the post-merger shareholding of 45 percent, the merger resulted in the crossing of the one-third threshold (as well as the 40 percent threshold) and the subsequent acquisition of any one share in the issuer by the shareholder would trigger a mandatory offer obligation according to Section 6-6 (2) of the Act.

On the basis of the above conclusions, we understand that your question (c) is not relevant.

#### **5.2.4 Share buy-back and mandatory offer regulations (e-post av 21.06.2012)**

Oslo Børs mottok følgende e-mail med spørsmål vedr. tilbudsplikt og tilbakekjøp av egne aksjer

We refer to our conversation.

As mentioned, we have been advised by a Norwegian company (the "Company") with shares listed on the Oslo Stock Exchange (the "OSE"), that it is contemplating to implement a share buy-back program. The share buy-back may be effected by the Company or any of its subsidiaries, which shall be defined as the Company for the purposes of this request. We have been asked by the Company to seek advice from the OSE with certain questions related to the Norwegian mandatory offer rules in the Norwegian Securities Trading Act (the "Act") chapter 6 in relation to the contemplated buy-back program. The Company is not listed on any other regulated market.

We have been advised that the situation is as follows:

The Company has a consolidated group of shareholders/owners (the "Owners"). One effect of a share buy-back program is that shareholders of the Company would increase their proportion of voting rights as a consequence of the Company not being able to vote for its own shares. The share buy-back could entail that the Company is consolidated with the Owners, cf. the Act section 2-5, and that the consolidated parties – with or without the inclusion of the Company in the consolidated group – could exceed a

mandatory offer threshold. We note that the OSE in section 8.2.6 of "Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2010" (the "Statement"), has advised on a similar matter previously.

Based on the above, we kindly ask for the OSE's view on the following questions:

1. Can consolidation, according to the Act section 2-5, in itself trigger a mandatory offer obligation? Based on previous OSE practice, we assume the answer to this question is no.
2. Can a mandatory offer obligation be imposed on the Company? As we understand the Statement, the OSE was of the opinion that a company cannot be imposed a mandatory offer with respect to its own shares.
3. If the Company is consolidated with the Owners as a result of the share buy-back, could the Owners be imposed a mandatory offer obligation as a result of the Company thereafter acquiring its own shares (and hence not as a result of acquisitions of shares in the Company by the Owners themselves)?
4. If the Company is consolidated with the Owners as a result of the share buy-back, could the price paid by the Company in the share buy-back program following such consolidation affect the price to be paid by the Owners in the event of a future mandatory offer obligation imposed on the Owners?
5. We assume that the Owners, subsequent to exceeding any mandatory offer threshold due to the buy-back program, will trigger a mandatory offer obligation upon any acquisition of shares by the Owners (cf. question no 3), unless any relevant exemption applies. If the Company sells its shares which brings the Owners below the relevant mandatory offer threshold, would any acquisition of shares by the Owners still trigger a mandatory offer obligation, or would such obligation be triggered only upon the Owners exceeding the relevant mandatory offer threshold (hence if the Company sells all of its shares, the Owners would be in a position as if the share buy-back was not carried out)?

Please contact us if you have any questions to the above. We are looking forward to a response to the abovementioned.

#### E-post med tilbakemelding fra Oslo Børs:

We have, in our capacity as take-over supervisory authority, been requested to provide guidance in respect of our understanding on certain matters related to share buy-back and mandatory offer obligation.

The background for your questions is described in detail in your e-mail of 15 June 2012.

In summary we note:

- The Company, which is a Norwegian entity listed on Oslo Børs, is considering to effect a share buy-back programme
- You have informed that effecting such purchases could result in the Company becoming consolidated with a group of shareholders.

#### The mandatory offer threshold

Pursuant to the take-over regulations a shareholder or group of shareholders that becomes the owner of shares representing more than 1/3 of the voting rights in the Company must make a mandatory offer for the remaining shares in the Company. There are repeated triggers at 40% and 50%.

The mandatory offer obligation is triggered by purchase of shares. Hence consolidation in itself does not trigger the obligation. Further, we also mention that for the purpose of calculating the proportion of shares held, all issued shares are taken into account. If the Company holds own shares, the Company is not, pursuant to Norwegian corporate law, entitled to vote for such share. Consequently this would increase the relative voting rights of the other shareholders. However, for the purpose of calculating the mandatory offers threshold, shares held by the company are included in the total number of voting rights issued. Further, when calculating the proportion of voting rights held by the consolidated group the shares held by the Company are included.

#### Purchase of own shares by the Company – mandatory offer obligation

The mandatory offer obligation is triggered by that shareholder of the consolidated group that through acquisition becomes the owner of the shares. Should the Company purchase own shares we are of the view that the mandatory offer obligation is not triggered, neither by the Company nor by other members of the consolidated group. For further details on this matter we refer to our statement included in Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2010 page 140. Should any of the other shareholders purchase additional shares, after the group has exceeded the threshold, such shareholder will trigger the mandatory offer obligation. Should the Company dispose of shares resulting in the consolidated group holding voting rights below the threshold, the mandatory offer obligation will be triggered when any of the other shareholders purchase shares resulting in the threshold being exceeded again. Hence, purchase resulting in total ownership below the threshold does not trigger the obligation.

The offer price

The offer price of a mandatory offer must at least equal the highest price paid or agreed by the shareholder or the consolidated group during the preceding six months. If the shareholder triggering the mandatory offer obligation is consolidated with the Company we are of the view that in principal any purchases by the Company shall be taken into account when calculating the minimum offer price.

#### **5.2.5 Tilbud fremsatt av part(er) i konsolidert gruppe - garantiens omfang i pliktig tilbud og fremsettelse av tilbud i fellesskap (e-post av 12.07.2012)**

Vi viser til tidligere korrespondanse vedrørende (i) spørsmål om omfanget av den garanti som skal stilles for oppgjør av pliktig tilbud i henhold til verdipapirhandelloven (vphl.) § 6-10 (7) jf. verdipapirforskriften (vpforskr.) § 6-3 der tilbud fremsettes av én part i en konsolidert gruppe jf. vphl. § 6-5 jf. vphl. § 2-5 nr. 5, samt (ii) spørsmål om frivillig og pliktig tilbud kan fremsettes av flere parter i en konsolidert gruppe i fellesskap.

Nedenfor fremkommer Oslo Børs' syn på saken. Dette skrivet kan offentliggjøres i børsens årlige Vedtak og uttalelser-publikasjon.

#### Faktum

Et norsk allmennaksjeselskap notert på norsk regulert marked ("Målselskapet") har tre større aksjonærer (heretter omtalt som henholdsvis "Aksjonær A", "Aksjonær B" og "Aksjonær C", samlet "Aksjonærgruppen").

Aksjonær A, Aksjonær B og Aksjonær C vurderer å inngå en samarbeidsavtale ("Samarbeidsavtalen") med henblikk på å kjøpe opp Målselskapet. Aksjonærene vil på dette grunnlag konsolideres jf. vphl. § 6-5 jf. vphl. § 2-5 nr. 5 (forpliktende samarbeid). Aksjonær A, Aksjonær B og Aksjonær C eier samlet mer enn 1/3 av aksjene og stemmene i Målselskapet, men ingen av dem eier alene over 1/3 av aksjene og stemmene i selskapet.

Oppkjøpet er tenkt strukturert enten:

- (a) slik at (i) Aksjonær A fremmer et frivillig tilbud om erverv av alle aksjene i Målselskapet, (ii) Aksjonær B og Aksjonær C gjennom Samarbeidsavtalen på forhånd har forpliktet seg til ikke å selge sine aksjer i Målselskapet til Aksjonær A i det frivillige tilbudet eller for øvrig, og (iii) Aksjonær A ved gjennomføring av det frivillige tilbudet utløser tilbudsplikt og fremmer et etterfølgende pliktig tilbud ("Transaksjonsstruktur I"); eller
- (b) slik at Aksjonær A, Aksjonær B og Aksjonær C i fellesskap fremmer et frivillig tilbud om erverv av alle aksjene i Målselskapet og deretter etter gjennomføring av det frivillige tilbudet i fellesskap fremmer et etterfølgende pliktig tilbud ("Transaksjonsstruktur II").

Det er opplyst at Aksjonærgruppen ikke vurderer å samle sitt eierskap i Målselskapet i et felleseid selskap og derigjennom fremsette tilbudet.

### Spørsmål reist

#### *Transaksjonsstruktur I*

For så vidt gjelder Transaksjonsstruktur I er det reist spørsmål ved om garantien for det pliktige tilbudet fremsatt av Aksjonær A må dekke det beløp som fremkommer ved å multiplisere tilbudsprisen med aksjene eid av Aksjonær B og Aksjonær C — med andre ord om aksjer eid av tilbyders nærstående jf. vphl. § 2-5 (1) nr. 5 må inngå i beregningen av garantibeløpet.

#### *Transaksjonsstruktur II*

For så vidt gjelder Transaksjonsstruktur II er det reist spørsmål ved om det frivillige og det etterfølgende pliktige tilbudet kan fremsettes av Aksjonær A, Aksjonær B og Aksjonær C i fellesskap, eller om vphl. forutsetter at slike tilbud skal fremsettes av én tilbyder.

Transaksjonsstruktur II reiser også visse spørsmål om virkningen av fremsettelse og gjennomføring av det etterfølgende pliktige tilbudet for de ulike partene i den konsoliderte gruppen der dette tilbudet fremsettes av Aksjonær A, Aksjonær B og Aksjonær C i fellesskap.

Oversikt over relevante bestemmelser

Regelen om pliktig tilbud ved erverv av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked fremkommer av vphl. § 6-1 (1) som følger:

*"(1) Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskapet hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. [...]" (vår utheving).*

Kravet om oppgjørsgaranti for pliktige tilbud fremkommer av vphl. § 6-10 (7) som følger:

*"(7) oppgjøret skal garanteres av finansinstitusjon med tillatelse til å stille slik garanti i Norge. [...]"*.

Kravet til garantibeløpets størrelse fremkommer av vpforskr. § 6-3 (1) som følger:

*“(1) Garantibeløpet skal minimum tilsvare det beløp som fremkommer ved å multiplisere det samlede antall aksjer i selskapet som omfattes av tilbudet med tilbudsprisen. [..]” (vår utheving).*

Reglene om konsolidering av aksjonærer med nærstående fremkommer av vphl. § 6-5 (1) som følger:

*“(1) I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5. Tilbudsplikt inntreer uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående som nevnt i § 2-5. [..]” (vår utheving).*

Reglene om frivillig tilbud fremkommer av vphl. § 6-19. Fra bestemmelsen hitsettes følgende:

*“(3) Den som har fattet en beslutning om fremsettelse av frivillig tilbud [..] skal straks gi melding til tilbudsmyndigheten og til selskapet. [..]”*

*“(4) Tilbudet skal fremsettes innen rimelig tid etter at beslutning om fremsettelse av frivillig tilbud er fattet.”*

## Vurdering

### *Transaksjonsstruktur I*

Under denne transaksjonsstrukturen vil Aksjonær A være den av partene i den konsoliderte gruppen som utløser tilbudsplikt som følge av gjennomføring av det forutgående frivillige tilbudet, og også den som fremmer det etterfølgende pliktige tilbudet.

I henhold til vpforskr. § 6-3 (1) skal garantibeløpet for oppgjørsgarantien for det pliktige tilbudet omfatte det beløp som fremkommer ved å multiplisere det samlede antall aksjer i selskapet *“som omfattes av tilbudet”* med tilbudsprisen. Det må derfor tas stilling til om aksjene i Målselskapet som eies av Aksjonær B og Aksjonær C skal omfattes av Aksjonær As pliktige tilbud.

Etter vphl. § 6-1 (1) plikter den tilbudspliktige å *“gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet”*. Etter børsens vurdering tilsier ordlyden i vphl. § 6-1 (1) isolert sett at alle andre aksjer enn de som eies av tilbyderens selv skal omfattes av tilbudet.

Oslo Børs har i tidligere saker lagt til grunn at det forhold at en aksjonær har forsikret tilbyder om ikke å selge sine aksjer i tilbudet eller til tredjemenn i akseptperioden ikke medfører at tilbyder verdipapirrettslig kan avgrense tilbudet mot disse aksjene — med den konsekvens at garantibeløpet heller ikke kan reduseres under henvisning til slikt løfte. En reduksjon av garantibeløpet ville i tilfelle medføre at børsen måtte etterprøve holdbarheten av løftet, og uansett ville det gjenvære risiko for at løftegiver (rettmessig eller ei) selger aksjene til tredjemenn som selger aksjene inn i tilbudet, eventuelt at aksjene selges til tredjemenn uten løftegivers medvirkning (ved tvangssalg eller liknende) (se Vedtak og uttalelser 2002 punkt 6.3.1, Vedtak og uttalelser 2001 punkt 6.3.2, og NOU 1996:2 s. 142). Hensynet til tilbyder synes ivaretatt ved at denne kan forhandle med garantisten om premiereduksjon som følge av redusert eksponering knyttet til aksjonærer som har forsikret om ikke å selge sine aksjer.

I nærværende sak er imidlertid spørsmålet om det samme skal gjelde der aksjonærene som har forsikret tilbyder om ikke å selge sine aksjer i akseptperioden er tilbyders nærstående jf. vphl. § 2-5 nr. 5. I vphl. § 6-5 heter det at *“i forhold til reglene om*



*tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående*". Uten at spørsmålet er direkte omtalt i lovforarbeidene tyder forarbeidene på at hovedformålet med bestemmelsen i vphl. § 6-5 var å regulere spørsmålet om når tilbudsplikt inntreffer, samt hvilke erverv det skal tas hensyn til ved beregning av den tilbudspris som skal ligge til grunn for tilbudet. Det vises i denne sammenheng til at ordlyden i vphl. § 6-5 må tolkes innskrenkende for så vidt gjelder enkelte andre spørsmål som ikke gjelder beregning antall aksjer og stemmer for tilbudsplikten inntreden og tilbudspris. For eksempel er det lagt til grunn at loven skal forstås slik at det skal være parallellitet mellom det å utløse tilbudsplikt og plikten til å selge seg ned dersom tilbud ikke gis (NOU 1996:2 s. 168). En nærstående av den som utløser tilbudsplikt vil således ikke kunne underlegges noen nedsalgsplikt jf. vphl. § 6-9, og i så henseende regnes ikke dennes aksjer like med aksjene til den tilbudspliktige. Tilsvarende skal bestemmelsen tolkes innskrenkende i relasjon til de etterfølgende virkningene av å ha fremsatt et pliktig tilbud, slik at fremsettelse av et pliktig tilbud av en part i en konsolidert gruppe ikke fritar en annen part i den konsoliderte gruppen fra tilbudsplikt dersom denne alene eller sammen med andre krysser en tilbudsplikterskel (se NOU 1996:2 s. 118 og Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 72). Oslo Børs er av den oppfatning at gode grunner taler for at vphl. § 6-5 tolkes innskrenkende også i relasjon til tilbudsplikten omfang, slik at nærståendes aksjer ikke kan regnes like med tilbyders aksjer for så vidt gjelder spørsmålet om hvilke aksjer tilbyder må tilby å erverve i et pliktig tilbud og som må inngå i beregningen av garantibeløpet. Dette finner sin begrunnelse i at det kan være risiko for at nærstående nettopp selger sine aksjer inn i tilbudet, eller selger disse til tredjemenn i akseptperioden for tilbudet, eventuelt at aksjene selges til tredjemenn uten den nærståendes medvirkning (tvangssalg eller liknende). På lik linje med øvrige aksjonærer bør nærstående som ikke handler i samråd med tilbyder, og tredjemenn som erverver aksjer fra slike, gis den beskyttelse som ligger i garantiordningen. Oslo Børs ser heller ikke at det i denne sammenheng bør skilles mellom de ulike konsolideringsgrunnlagene — kanskje med unntak av (visse) tilfeller der konsolideringsgrunnlaget er konserntilknytning, som ikke er tema i denne saken — eller at det i det enkelte tilfellet skal gjøres en konkret vurdering av holdbarhet av løfter fra nærstående om ikke å selge aksjer inn i tilbudet eller til tredjemenn i akseptperioden, eller av den nærståendes situasjon for øvrig (for eksempel med hensyn til risiko for tvangssalg eller liknende av aksjene til tredjemenn).

På ovenstående bakgrunn er børsen av den oppfatning at oppgjørsgarantien for Aksjonær As pliktige tilbud om erverv av aksjene i Målselskapet må dekke det beløp som fremkommer ved å multiplisere tilbudsprisen med aksjene eid av Aksjonær B og Aksjonær C.

### *Transaksjonsstruktur II*

Under denne transaksjonsstrukturen vil Aksjonær A, Aksjonær B og Aksjonær C i fellesskap først fremsette et frivillig tilbud om erverv av alle aksjene i Målselskapet som ikke allerede er eid av deltakerne i Aksjonærgruppen, og deretter i fellesskap fremsette et pliktig tilbud om det samme.

Av lovforarbeidene fremkommer at pliktige tilbud kan fremsettes i fellesskap av deltakerne i en konsoliderte gruppe, og Oslo Børs legger til grunn at det tilsvarende må gjelde i relasjon til frivillige tilbud. Fra NOU 1996:2 s. 124-125 (gjengitt i Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 79) under omtalen av tilbudsdokumentet hitsettes følgende:

*"I konsoliderte grupper vil tilbud etter eget valg kunne fremsettes felles fra hele eller deler av gruppen, uavhengig av hvem tilbudsplikten formelt påhviler".*

Oslo Børs legger videre til grunn at Aksjonær A, Aksjonær B og Aksjonær C i et slikt pliktig tilbud må hefte solidarisk for oppfyllelse av forpliktelsene under tilbudet.

Det pliktige tilbudet fremsatt av Aksjonær A, Aksjonær B og Aksjonær C i fellesskap vil oppfylle tilbudsplikten som hver av partene i Aksjonærgruppen alene måtte utløse, samt den tilbudsplikt som hver av partene sammen med én eller flere av de andre partene i gruppen måtte utløse, som følge av gjennomføring av det forutgående frivillige tilbudet.

Det kan reises spørsmål ved om gjennomføring av det etterfølgende pliktige tilbudet fremsatt av Aksjonær A, Aksjonær B og Aksjonær C i fellesskap kan utløse tilbudsplikt for én eller flere av partene i Aksjonærgruppen dersom én eller flere av disse alene eller sammen med én av de to andre partene i Aksjonærgruppen (undergruppe i den konsoliderte gruppen) som følge av gjennomføring av det pliktige tilbudet passerer en tilbudsplikterskel. Jf. NOU 1996:2 s. 118 (gjentatt i Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 72) skal tilbudsplikt *“utløses også i tilfelle der det foretas endringer i aksjeinnehavet i den konsoliderte gruppen, når endringen medfører at erververen sammen med en eller flere av gruppens øvrige deltakere passerer grensen [...] som følge av ervervet”*. Børsen legger til grunn at det i et slikt tilfelle ikke vil være behov for at de øvrige aksjonærene mottar et nytt pliktig tilbud fra én eller flere av de samme tilbyderne uten ugrunnet opphold deretter, da det gjennom det opprinnelige pliktige tilbudet allerede vil være kjent at tilbudet også kan lede til kontrollskifte ikke bare på grunnlag av den samlede beholdningen til den konsoliderte gruppen men også beholdninger til enkeltmedlemmer eller undergrupper (– og børsen legger til grunn at tilbudsdokumentet vil måtta inneholde beskrivelse av fordelingsnøkkel, eventuelt sameiebrøk, mellom partene i Aksjonærgruppen med hensyn til aksjene som erverves gjennom tilbudet). Denne forståelsen er også konsistent med prinsippet om at gjentatt tilbudsplikt ikke utløses ved passering av en høyere tilbudsplikterskel (40 og/eller 50 prosent) gjennom pliktig tilbud fremsatt på grunnlag av passering av lavere terskel, samt regelen om at gjennomføring av et frivillig tilbud med passering av tilbudsplikterskel ikke utløser tilbudsplikt der det frivillige tilbudet er fremsatt i samsvar med reglene om pliktig tilbud. En annen sak er at tilbudsplikt kan utløses ved senere erverv ikke bare dersom slikt senere erverv medfører at Aksjonærgruppens samlede beholdning passerer tilbudspliktersklene på 40 og/eller 50 prosent, men også dersom erververen alene eller sammen med én av de to andre partene i Aksjonærgruppen (undergruppe i den konsoliderte gruppen) ved slikt erverv passerer en tilbudsplikterskel.

#### **5.2.6 Offer price – deferred payment (e-post av 26.07.2012)**

We have, in our capacity as take-over supervisory authority, been requested to provide guidance in respect of our understanding on certain matters related to the minimum offer price for mandatory offers.

The background for your questions is described in detail in your e-mail of 4 July 2012. In summary we note:

- Triggering of mandatory offer  
The potential offeror is considering to purchase a number of shares in a listed company that would trigger a mandatory offer obligation pursuant to Norwegian take-over regulations.
- Purchase price  
The purchase price will be a fixed amount per share.
- Deferred payment  
The purchase price will be payable after three years.

#### The offer price

The offer price of a mandatory offer must at least equal the highest consideration paid or agreed by the offeror during the preceding six months. You have requested our view on

the implications of the deferred payment when determining such highest consideration paid or agreed.

The minimum offer price is determined by deducting the amount to be paid by the element that represent the credit provided (interest and risks). The principal of taking into account the disadvantage deferment represents has been expressed by Børsklagenemden in Case 2/2000 (Vedtak og uttalelser 2000 page 78) – Hitec / National Oilwell.

It is the value of the agreed consideration for the selling shareholder which is relevant. This must be assessed on an individual basis. One potential method of calculating the value of the financing element would be the cost of external financing on equivalent terms and conditions. This would involve taking into account elements such as mentioned in your e-mail: prevailing interest rates, creditworthiness, security provided and other relevant terms and conditions agreed.

You have also presented an alternative whereby, in addition to the terms on deferred payment, the selling shareholder may at any time during the three year period require delivery of payment, but then at a lower price. The value of the agreed consideration must be assessed as for the first alternative. However, in addition, the agreed price for such earlier payment will also constitute minimum value of the consideration agreed.

#### **5.2.7 Tilbudspris i pliktig tilbud ved forutgående bilateral avtale med aksjeoppgjør – verdsettelsestidspunkt, -prinsipp og –metode (e-post av 13.11.2012)**

Vi viser til e-post av 7. november vedrørende spørsmål om prinsipper for beregning av verdien av børsnoterte aksjer som er ytt som vederlag, iht. bilateral avtale, av en tilbyder i seksmånedersperioden forutfor inntreden av tilbudsplikt.

Nedenfor fremkommer børsadministrasjonens vurdering av saken. Vennligst merk at prinsipielle saker av vesentlig betydning i konkrete tilbudspliktssaker avgjøres av børsstyret, og at aksjonærer som berøres av vedtak fattet av børsstyret kan påklage slikt vedtak inn for Børsklagenemden.

Dette skrevet kan offentliggjøres i børsens årlige Vedtak og uttalelser-publikasjon.

#### Faktum

Faktum er presentert som følger:

Børsnotert selskap A ("Tilbyder") inngår avtale ("Avtalen") om kjøp av aksjer i børsnotert selskap B ("Målselskapet"), med hovedaksjonæren i Målselskapet ("Hovedaksjonæren").

Gjennomføring av Avtalen vil utløse tilbudsplikt for Tilbyder i Målselskapet. Vederlaget som ytes til Hovedaksjonæren for salget av aksjene i Målselskapet vil bestå av aksjer i Tilbyder.

Gjennomføring av Avtalen vil være gjenstand for oppfyllelse av visse gjennomføringsvilkår. Det er ikke gitt informasjon om arten eller omfanget av disse gjennomføringsvilkårene.

#### Verdipapirhandelloven § 6-10 (4), første punktum

Verdipapirhandelloven (vphl.) § 6-10 (4), første punktum, om den tilbudspris som skal legges til grunn for et pliktig tilbud, fastsetter at:

*"Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte" (vår uthevning).*

Bestemmelsen er en videreføring av vphl. 1997 § 4-10 (4), første punktum.

Bestemmelsen skal bidra til å oppfylle et av hovedformålene med tilbudsplikten; å sikre at alle aksjonærene får en andel av kontrollpremien en tilbyder ofte har betalt for en kontrollerende aksjepost.

### Spørsmål

Da Tilbyder på grunnlag av gjennomføring av Avtalen utløser tilbudsplikt, må vederlaget Tilbyder yter i form av vederlagsaksjer verdsettes — det vil si tillegges en pengeverdi i norske kroner.

Saken reiser spørsmål om:

- (a) hvilket tidspunkt verdsettelsen av vederlagsaksjene skal skje med utgangspunkt i (tidspunktet for inngåelse av Avtalen, tidspunktet når gjennomføringsvilkårene er oppfylt, eller oppgjørstidspunktet); og
- (b) hvilket verdsettelsesprinsipp, og hvilken verdsettelsesmetodikk som skal benyttes.

### Vurdering

*Spørsmål (a): Verdsettelsestidspunkt*

Ordlyden i vphl. § 6-10 (4) gir ikke svar på spørsmålet om hvilket tidspunkt som skal danne utgangspunkt for verdsettelsen av vederlag en tilbyder har ytt, der dette vederlaget er i form av børsnoterte aksjer hvis pengeverdi vil løpende fluktuere. Uttrykket "*avtalt [vederlag]*" kan likegodt henseile på verdien av vederlagsaksjene på det *tidspunktet partene blir enige om vilkårene for transaksjonen, som det senere tidspunktet kjøper og selger får rett og plikt til å gjennomføre transaksjonen*. Til dette kommer at alternativet "*betalt [vederlag]*" kan gi støtte for *oppgjørstidspunktet* som relevant utgangspunkt for verdsettelsen.<sup>(11)</sup>

Spørsmålet er ikke behandlet i lovens forarbeider.

Det foreligger noe praksis knyttet til tilfeller der tilbyder forut for fremsettelse av et pliktig tilbud har gjennomført et frivillig tilbud med aksjeoppgjør. Særlig nevnes Børsklagenemndsak 2/2000 (Hitec). Her kom Børsklagenemnden til at det var tidspunktet det frivillige tilbudet ble ubetinget som var det relevante tidsmessige utgangspunktet for verdsettelsen av vederlagsaksjene; likevel slik at en måtte se bort fra oppstilte gjennomføringsvilkår som viste seg ikke å være relevante, samt gjennomføringsvilkår som vedrørte rent oppgjørstekniske forhold.

Tilfellene av forutgående frivillig tilbud med aksjeoppgjør er ikke direkte sammenliknbare med tilfellene der en forutgående aksjebytteavtale er bilateral. I førstnevnte tilfeller kommer en rekke avtaler, med likelydende innhold, i stand gjennom tilbud og aksept, der aksepttidspunktet for de ulike avtalene er ulikt innenfor akseptperioden for det frivillige tilbudet. Til dette kommer at gjennomføring av frivillige tilbud normalt avhenger av en viss oppslutning blant aksjonærene i målselskapet. Således vil ikke den enkelte aksept i et frivillig tilbud lede til en ubetinget avtale før det foreligger tilstrekkelig

---

<sup>11</sup> Eventuelt slik at det er det alternativet av tidspunktet for "avtale" og "betaling" som gir den høyeste prisen som skal legges til grunn; se Verdipapirhandelloven—Kommentarutgave, Bechmann, Bergo mfl (2002) s. 327 og s. 333.

oppslutning blant øvrige aksjonærer (i tillegg til oppfyllelse av andre gjennomføringsvilkår). Gjennomføring er følgelig ikke bare avhengig av tilfredsstillende av gjennomføringsvilkår av den art en typisk finner i bilaterale avtaler, så som myndighetsgodkjennelser, men også av om et tilstrekkelig antall avtaler inngås. Fra et praktisk ståsted er det derfor behov for å finne et felles verdsettelsestidspunkt, og det er naturlig at dette fastsettes til tidspunktet for oppfyllelse av gjennomføringsvilkårene for det frivillige tilbudet.

Praksis bygger videre på at det er siste handelsdag før det frivillige tilbudet blir ubetinget som benyttes som utgangspunkt for verdsettelsen. Dette fordi bruk av sistnevnte tidspunkt begrenser mulighetene for å påvirke prisen som skal ligge til grunn for det pliktige tilbudet gjennom handler i vederlagsaksjene, i større grad enn der verdsettelsen gjøres med utgangspunkt i et senere tidspunkt — for eksempel oppgjørstidspunktet. Tilsvarende vil ikke tilbyders valg av oppgjørstidspunkt for det frivillige tilbudet kunne få betydning for tilbudsprisen i det etterfølgende pliktige tilbudet.

Som vist ovenfor kan ikke skjæringstidspunktet fastsatt i Hitec-saken uten videre legges til grunn i saker som nærværende sak, da dette er fundert på det særlige behovet for et felles verdsettelsestidspunkt som oppstår i tilfeller av frivillige tilbud med aksjeoppgjør. En rekke av synspunktene uttrykt av nemnden i denne saken er likevel relevante også i relasjon til bilaterale avtaler. Nærmere om dette nedenfor.

Av viktige reelle hensyn er hensynet til tilbyders behov for forutberegnelighet med hensyn til den pris han er forpliktet til å legge til grunn i et pliktig tilbud, herunder for finansiering av det pliktige tilbudet. Forutberegnelighet med hensyn til pris vil også trolig bidra til at oppkjøp gjennomføres, som igjen kan gi samfunnsøkonomiske gevinster. Av de alternative tidsmessige utgangspunkter for verdsettelsen av vederlagsaksjene, vil hensynet til tilbyders behov for forutberegnelighet sikres best dersom en legger til grunn tidspunktet partene blir enige om vilkårene for transaksjonen som utgangspunkt for verdsettelsen.

På den annen side bemerkes at der tilbyder har innlatt seg på en bilateral aksjebytteavtale, så har han tatt risikoen for verdsvingninger i perioden frem til tidspunktet avtalen blir ubetinget, eller endog oppgjørstidspunktet, i relasjon til motparten i den bilaterale avtalen. Følgelig kan det hevdes at tilbyder bør være forberedt på at eventuelle utslag av at han har tatt denne risikoen — en høyere eller lavere kurs enn på tidspunktet for inngåelse av avtalen — reflekteres i den prisen han skal betale til øvrige aksjonærer i det etterfølgende pliktige tilbudet.

Samtidig bør regelen være slik utformet at den begrenser mulighetene for å påvirke prisen som skal ligge til grunn for det etterfølgende pliktige tilbudet, gjennom handler i vederlagsaksjene. Dersom en legger til grunn tidspunktet partene blir enige om vilkårene for transaksjonen som utgangspunkt for verdsettelsen avskjærer en denne muligheten. Tilsvarende unngår en mer tilfeldige utslag på tilbudsprisen, som ellers ville følge av en parts, eller partenes, valg av oppgjørstidspunkt — eventuelt tidspunkt for oppfyllelse av gjennomføringsvilkår (der en part, eller partene, har kontroll over slike).

Børsen er av den vurdering at verdsettelsen av vederlagsaksjene uansett ikke skal skje med utgangspunkt i oppgjørstidspunktet. Børsen legger til grunn at alternativet i vphl. § 6-10 (4) om "betalt [vederlag]" er inntatt i lovteksten for å presisere at det er tilstrekkelig at enten avtaletidspunktet eller betalingstidspunktet ligger innenfor seksmånedersperioden. Angivelsen av de to alternativene gir således uttrykk for en periodiseringsvurdering. Dersom avtaletidspunktet ligger forutfor seksmånedersperioden, mens oppjøret skjer innenfor, eller vice versa, skal prisen i transaksjonen tas med ved fastsettelse av tilbudsprisen. Dette får imidlertid ingen betydning for hvilket verdsettelsestidspunkt som skal legges til grunn der tilbyders vederlag i den aktuelle transaksjonen er ytt i form av annet enn norske kroner. At oppgjørstidspunktet ikke skal

benyttes som utgangspunkt for verdsettelsen støttes av Børsklagenemndsak 2/2000 (Hitec). Se også Vedtak og uttalelser 2008 (punkt 6.5.2) s. 127.

For så vidt gjelder valget mellom tidspunktet kjøper og selger får rett og plikt til å gjennomføre transaksjonen, og tidspunktet partene blir enige om vilkårene for transaksjonen, som utgangspunkt for verdsettelsen av vederlagsaksjene, er børsen av den oppfatning at sistnevnte tidspunkt som hovedregel skal legges til grunn. I mangel av holdepunkter i lovens ordlyd og lovforarbeidene, er børsen av den oppfatning at hensynet til forutberegnelighet for tilbyder må være avgjørende. I tilfeller av verdsettelse av børsnoterte aksjer støttes dette standpunktet også av hensynet til å begrense mulighetene for å påvirke prisen som skal ligge til grunn for det etterfølgende pliktige tilbudet gjennom handler i vederlagsaksjene — som ellers ville være tilstede i perioden fra annonsering av at tilbyder vil utløse tilbudsplikt og frem til tidspunktet for oppfyllelse av gjennomføringsvilkårene. Alminnelige risikoplasseringshensyn kan heller ikke oppveie hensynet til tilbyders innrettelsesbehov, etter børsens vurdering.

At tidspunktet partene blir enige om vilkårene for transaksjonen som hovedregel skal være det tidsmessige utgangspunkt for verdsettelsen av vederlaget gjelder, slik børsen ser det, dessuten uavhengig av om det er børsnoterte aksjer, eller andre aktiva, som skal verdsettes. For eksempel må det samme gjelde der tilbyder i seksmånedersperioden avtaler en transaksjon i annen valuta enn norske kroner.

Det ovenstående standpunktet er, slik børsen ser det, ikke uforenelig med Børsklagenemndsak 2/2000 (Hitec). Hitec-saken kan forklares med det særlige behovet for et felles verdsettelsestidspunkt som oppstår i tilfeller av frivillige tilbud med aksjeoppgjør. Børsen understreker imidlertid at arten og omfanget av de gjennomføringsvilkår en bilateral avtale er gjenstand for, og karakteren av avtalen for øvrig, undertiden kan innebære at en ikke kan tale om noe "avtalt [vederlag]" jf. vphl. § 6-10 (4) før på et senere tidspunkt. Hvorvidt en kan tale om et "avtalt [vederlag]" vil være gjenstand for en konkret vurdering som må gjøres i hver enkelt sak. Vi går ikke nærmere inn på dette, da vi ikke har mottatt informasjon om hvilke gjennomføringsvilkår Avtalen vil være gjenstand for.

For ordens skyld nevner vi at dersom det etterfølgende pliktige tilbudet skal ha et aksjealternativ, så er også verdien av vederlagsaksjene på tidspunktet for fremsettelse av det pliktige tilbudet relevant. I slike tilfeller skal det tilbudte kontantvederlaget uansett ikke være lavere enn verdien av vederlagsaksjene per tidspunktet for fremsettelse av tilbudet jf. NOU 1996:2 s. 123.

#### *Spørsmål (b): Verdsettelsesprinsipp og -metode*

For så vidt gjelder verdsettelsesprinsipp, skal en finne markedsverdien for det formuesgodet som verdsettes.

Verdsettelsesmetodikken som benyttes for å finne markedsverdien av formuesgodet skal være forsvarlig, på bakgrunn av forholdene.

Ved verdsettelse av børsnoterte aksjer skal en benytte det kursgrunnlaget som gir best uttrykk for vederlagsaksjenes markedsverdi. Børsen til grunn at bruk av én dags sluttkurs normalt ikke vil være det kursgrunnlaget som gir best uttrykk for vederlagsaksjenes markedsverdi; se Børsklagenemndsak 2/2000 (Hitec) punkt 6.2. Verdsettelsen må således normalt skje på grunnlag av volumvektet gjennomsnittskurs over en viss periode forutfor avtaletidspunktet. Hvor lang periode som skal legges til grunn for verdsettelsen vil blant annet avhenge av likviditeten og volatiliteten i vederlagsaksjene. Jo svakere likviditet, og større volatilitet, i vederlagsaksjene, desto lengre periode bør legges til grunn for beregningen. Periodens lengde kan også avhenge

av om spesifikke forhold knyttet til utsteder, som har en direkte påvirkning på kursen, har inntruffet i perioden.

Børsen kan ikke se at særskilte forhold gjør seg gjeldende ved bilaterale avtaler, som skulle tilsi et annet verdsettelsesprinsipp, eller bruk av annen verdsettelsesmetodikk, enn nevnt ovenfor.

### **5.3 Dispensasjon fra tilbudsplikt**

#### **5.3.1 Dispensasjon fra tilbudsplikt ved fusjoner - I.M. Skaugen (brev av 12.06.2012)**

##### **1 Innledning**

Det vises til brev av 30. mai 2012 der det på vegne av Bygdøy Allé 53 AS og Eikland AS søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt i I.M. Skaugen SE ("IMS") jf. verdipapirhandelloven ("vphl.") § 6-2 (3).

##### **2 Faktiske forhold**

I forbindelse med omorganisering av Skaugen-familiens eierskap i IMS skal det gjennomføres to fusjoner mellom selskaper som er heleide av familien. De fusjonerende selskapene eier direkte og indirekte 35,98 % av aksjene i selskapet IMS. IMS er notert på Oslo Børs. Den ene fusjonen gjelder erverv av aksjeposten i IMS i forbindelse med en fusjon mellom Alcides AS ("Alcides") og Bygdøy Allé 53 AS ("BA53"). Den andre fusjonen er en mor/datter-fusjon mellom Eikland AS ("Eikland") og Eikland Holding AS ("Eikland Holding").

Alcides eier 35,98 % av aksjene i IMS. Skaugen-familien eier indirekte samtlige aksjer i Alcides. Videre eier de samme familiemedlemmene indirekte selskapet BA53 med samme eierforhold som for Alcides. Oppgitt eierstruktur for Skaugen-familiens eierskap i IMS før fusjonene er inntatt i vedlegg 1.

Begge fusjonene utløser tilbudsplikt. Det søkes om dispensasjon under henvisning til at fusjonene skjer mellom nærstående selskaper som er eiet i samme forhold og av de samme aksjonærene før og etter fusjonene. Det skjer således ingen endring av kontrollen over aksjeposten på 35,98 % i IMS. Det gjennomføres også en annen transaksjon i gruppen, vedr. selskapet Frogner House AS, som ikke får betydning for tilbudsplikten. Oppgitt eierstruktur for Skaugen-familiens eierskap i IMS etter fusjonene er inntatt i vedlegg 2.

Det er opplyst at det ikke foreligger bestemmelser i vedtektene i noen av de involverte selskapene som innebærer stemmerettsbegrensninger eller utvidet stemmerett som medfører at stemmene avviker fra eierskapet.

##### **2.1 Fusjonen mellom Eikland og Eikland Holding – indirekte erverv av aksjer i notert selskap**

Eikland eier alle aksjene i Eikland Holding. Fusjonen gjennomføres derfor som en forenkelt mor-datter-fusjon, med Eikland som det overtakende selskap.

Tilbudsplikt for Eikland utløses, gjennom fusjonen, etter vphl. § 6-1 annet ledd nr 1, - indirekte erverv (selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i et det noterte selskap). Eikland Holding eier 75 % av aksjene i Alcides, som igjen eier 35,98 % av aksjene og stemmene i det noterte IMS.

## 2.2 Fusjon mellom Alcides og BA53 – erverv av aksjer i notert selskap

Forut for fusjonen mellom Eikland og Eikland Holding, eier Eikland Holding 75 % av aksjene i Alcides og Eikland eier 75 % av aksjene i BA53, og Carita AS ("Carita") eier 25 % av aksjene i hvert av disse to selskapene.

Fusjonen, mellom Alcides og BA53, gjennomføres med BA53 som det overtakende selskap. Fusjonen mellom Eikland og Eikland Holding gjennomføres først, slik at det er det fusjonerte Eikland som er aksjonær i Alcides og BA53.

Tilbudsplikt for BA53 utløses, gjennom fusjonen, etter vphl. § 6-1 sjette ledd, ved at BA53 blir eier av 35.98 % av aksjene og stemmene i det noterte IMS.

Dersom BA53 hadde fusjonert med Alcides som det overtakende selskap ville ikke tilbudsplikt bli utløst.

## 3 Dispensasjon fra tilbudsplikt

Etter vphl. § 6-1 (6) utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5 når "erhververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av erverv". Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5, jf. § 6-1 (6), jf. vphl. § 6-2 (3). I forarbeidene, NOU 2005: 17 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), er det om dispensasjonsvurderingen uttalt at det skal legges vekt på om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. I henhold til børsens praksis etter den tidligere verdipapirhandelloven av 1997 ble det blant annet lagt til grunn at konserninterne overføringer mellom 100 % eide selskaper ikke utløste tilbudsplikt. Videre er det i de nevnte forarbeidene uttalt at denne tidligere praksis, etter verdipapirhandelloven av 1997, relatert til tilbudspliktens omfang i forhold til konserninterne overføringer, er relevant i forhold til dispensasjon etter verdipapirhandelloven av 2007.

BA53 og Alcides er nærstående da de tilhører samme konsern, og Eikland og Eikland Holding er morselskap og heleid datterselskap.

Fusjonen mellom Eikland og Eikland Holding skjer mellom morselskap og heleid datterselskap innebærer derfor ikke et kontrollskifte.

Begge selskapene i fusjonen mellom BA53 og Alcides er eid av Eikland (75 %) og av Carita (25 %). Dette eierforholdet i det fusjonerte BA53 videreføres etter fusjonen. Oslo Børs er av den oppfatning at fusjonen derfor ikke innebærer kontrollskifte eller å være ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Oslo Børs har tidligere vurdert tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven av 1997 i forhold til overføringer mellom selskaper med likt eierskap, Vedtak og uttalelser 2005 s. 83: *"Børsen kan ikke se reelle grunner til at adgangen til å overføre mellom "søsterselskaper" uten å utløse tilbudsplikt skal være større der disse eies av en juridisk person enn der de eies av en fysisk person. Børsen kan heller ikke se at en overføring fra et selskap til et annet med identisk eiersammensetning representerer noe kontrollskifte eller en omgåelsesmulighet som skulle begrunne utløsning av tilbudsplikt."*

Oslo Børs mener at det foreligger slike særlige grunner at det kan gis dispensasjon fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3) for ervervene gjennom fusjonene.



#### 4 Vedtak

Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

Det gis, etter vphl. § 6-2 (3), dispensasjon fra tilbudsplikt, til erverv av aksjer i I.M. Skaugen SE, for Eikland AS gjennom fusjon med Eikland Holding AS og for Bygdøy Allé 53 AS gjennom fusjon med Alcides AS.

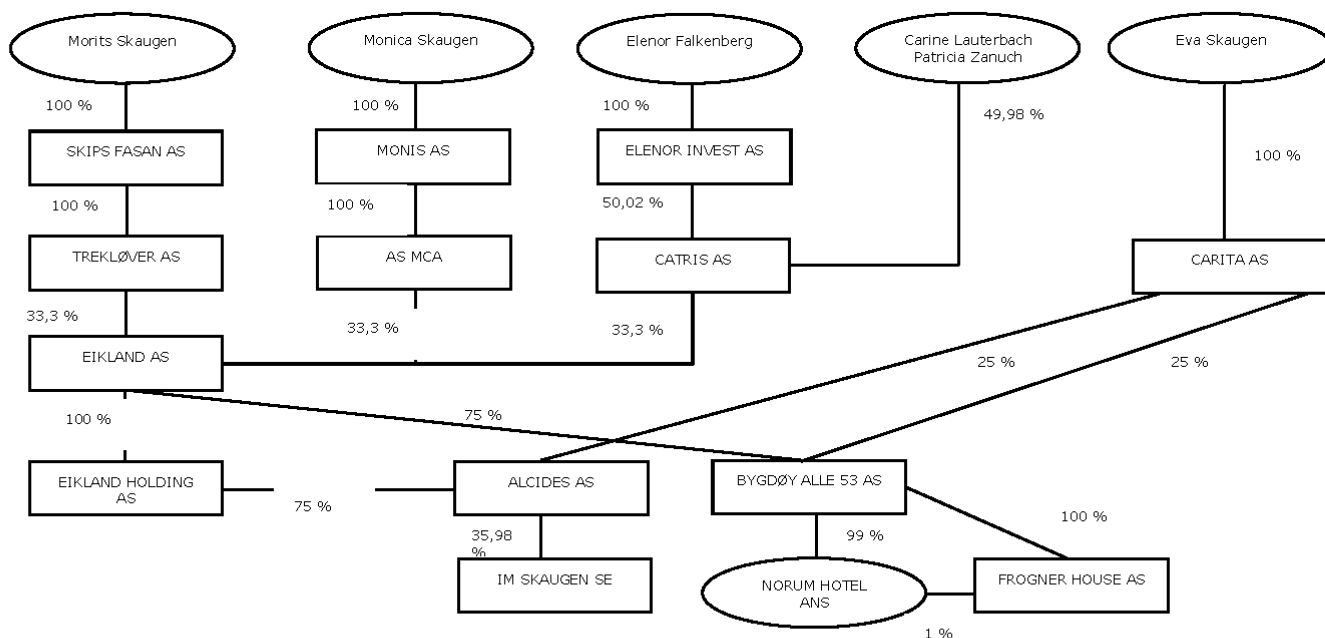
Senest samtidig med at beslutning om gjennomføring av den første fusjonen foreligger skal erververne sørge for at det ved alminnelig børsmelding offentliggjøres at Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har vedtatt å gi dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) for ervervene. Oslo Børs skal samtidig gis beskjed om offentliggjøringen.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse.

Det bes om tilbakemelding til børsen dersom nevnte reorganisering ikke gjennomføres.

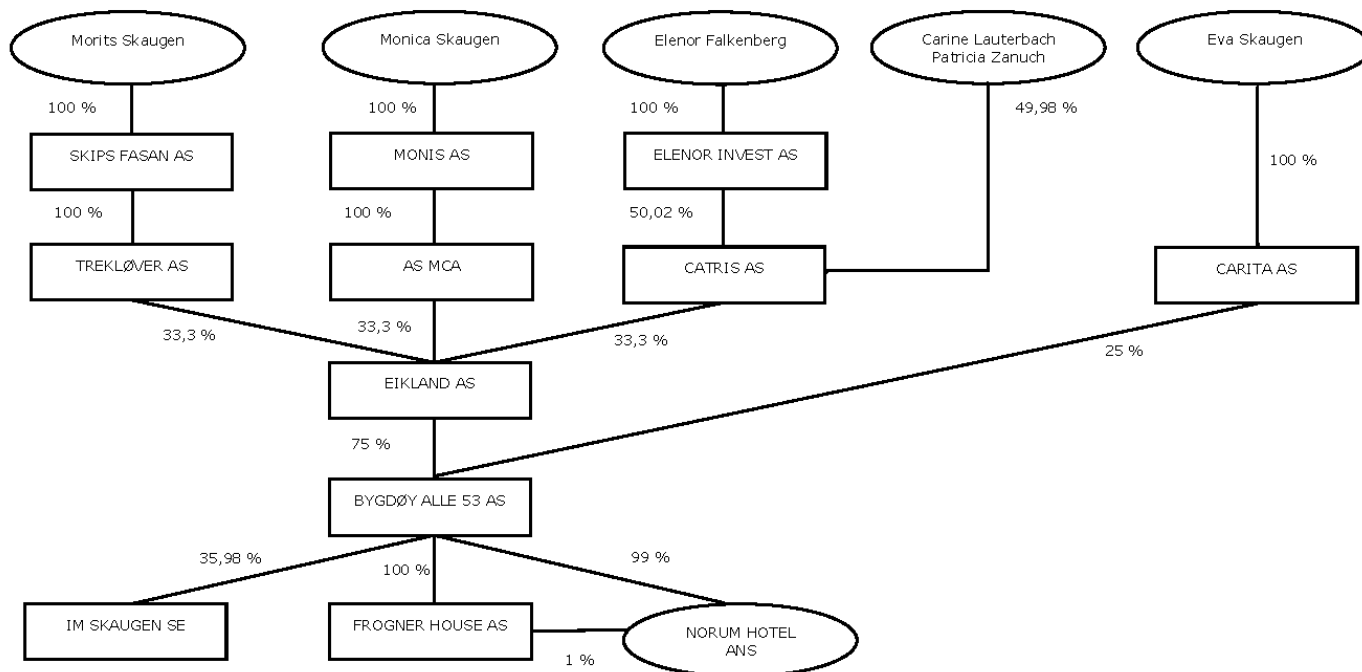
#### Vedlegg 1:

#### Eierstruktur I.M. Skaugen SE før fusjonene:



## Vedlegg 2

Eierstruktur I.M. Skaugen SE etter fusjonene:



### 5.3.2 Dispensasjon fra tilbudsplikt - Aker Seafoods (brev av 20.06.2012)

#### 1 Innledning

Det vises til brev av 13. juni 2012 der det på vegne av Aker ASA ("Aker") søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt i Aker Seafoods ASA ("Aker Seafoods") jf. verdipapirhandelloven ("vphl.") § 6-2 (3).

#### 2 Faktiske forhold

Converto Capital Fund AS, som hovedmann for Converto Capital Fund IS ("Converto Fund"), eier 73,595 prosent av aksjene i Aker Seafoods.

Converto Fund er organisert som et norsk indre selskap etter selskapsloven og er kontrollert av Aker, som nærmere beskrevet nedenfor.

Aker Seafoods er notert på Oslo Børs. Det søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt for overdragelse av Aker Seafoods-aksjene til Aker.

Aker Seafoods aksjene ble ervervet av Converto Capital Fund AS, som hovedmann for Converto Fund, fra Aker i juli 2009. Forutfor ervervet hadde Oslo Børs truffet vedtak om

dispensasjon fra tilbudsplikt etter vphl. § 6-2 (3). Ervervet, herunder vedtaket om dispensasjon, ble offentliggjort ved børsmelding. Brev fra Oslo Børs av 17. juli 2009, der bla. vedtaket fremgår, er inntatt som Vedlegg 1 – Aker ASA – dispensasjon fra tilbudsplikt mv. Dispensasjonen ble gitt betinget av at Aker direkte eller indirekte skal eie minst 90 prosent av aksjene og stemmene i Convento Capital Fund AS, som hovedmann for Convento Fund, og av at Aker direkte og indirekte skal være eneste stille deltager i Convento Fund.

Det er opplyst at det ikke foreligger endringer i forhold til eierstruktur eller kontroll over Convento Fund. Oslo Børs har derfor i forhold til dette basert seg på den informasjon som ble presentert i forkant av dispensasjonen gitt 17. juli 2009. Det er for ordens skyld opplyst at Aker i dag direkte er eneste stille deltager i Convento Fund, mens Aker ved etableringen i 2009 var eneste stille deltager, dels direkte og dels indirekte gjennom heleide datterselskaper.

I korte trekk er Convento Fund (som er et indre selskap) eiet 98 prosent av Aker (som stille deltager) og 2 prosent av Convento Capital Fund AS (som hovedmann). Aker eier 90 prosent av aksjekapitalen og 100 prosent stemmene i Convento Capital Fund AS. Videre har Aker rett til å utpekte samtlige styremedlemmer. Convento Capital Fund AS driver ikke annen virksomhet enn å være hovedmann i Convento Fund. For ytterligere detaljer vises det til beskrivelsen inntatt i vedlegg 1.

Følgende transaksjoner planlegges gjennomført:

(1) Overdragelse fra Convento Capital Fund AS, som hovedmann for Convento Fund av 61 216 934 aksjer i Aker Seafoods (tilsvarende 72,32 prosent) til Aker. Bakgrunnen for overdragelsen er at Aker Seafoods utgjør en del av Aker-konsernets industrielle portefølje, og således ønskes eid utenfor Convento Fund strukturen.

(2) Overdragelse av de resterende aksjene i Aker Seafoods som er eid av Convento Capital Fund AS, som hovedmann for Convento Fund, 1 076 320 aksjer (tilsvarende 1,275 prosent), til Convento Capital Management AS ("Convento Management") (tidligere Aker Capital Management AS). Convento Management er kontrollert av Aker med 90 %. De resterende 10 % av aksjene i Convento Management er eid av Fausken Invest AS, et selskap kontrollert av Frank O Reite, daglig leder i Convento Management. Reite er også daglig leder i Convento Capital Fund AS og styremedlem i Aker Seafoods. Aker vil umiddelbart etter at overdragelsen av aksjene i Aker Seafoods til Convento Management er gjennomført, overdra samtlige av sine aksjer i Convento Management til Fausken Invest AS. Aker vil samtidig inngå en rådgivningsavtale med Convento Management relatert til Aker sin investering i Aker Seafoods. Denne avtalen gir imidlertid ikke Convento Management noen form for besluttende myndighet i forhold til Akers investering.

### 3 Unntak fra tilbudsplikt

Etter vphl. § 6-1 (6) utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5 når "erhververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av erverv". Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5, jf. § 6-1 (6), jf. vphl. § 6-2 (3). I forarbeidene, NOU 2005: 17 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), er det om dispensasjonsvurderingen uttalt at det skal legges vekt på om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Convento Capital Fund AS, som hovedmann for Convento Fund, og Aker er nærstående.

Oslo Børs er av den oppfatning at Akers kontroll over aksjeposten i Aker Seafoods i realiteten ikke er vesentlig forskjellig fra den kontroll som Aker ville hatt over aksjeposten dersom den var eid gjennom et heleid datterselskap, da Aker har alle stemmeberettigede aksjer og har rett til å utnevne alle styremedlemmer i hovedmannen.

Som ved overføringen av aksjeposten i Aker Seafoods i 2009 anser ikke Oslo Børs reorganiseringen av eierskapet for å innebære et kontrollskifte eller å være ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Oslo Børs mener at det foreligger slike særlige grunner at det kan gis dispensasjon fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3) for Akers erverv av aksjeposten i Aker Seafoods fra Convento Capital Fund AS, som hovedmann for Convento Fund.

#### 4 Videreføring av unntak fra etterfølgende tilbudsplikt ved tidligere dispensasjon fra tilbudsplikt

For det tilfellet at dispensasjon innvilges og aksjene i Aker Seafoods overdras til Aker, har dere anmodet om vår forståelse av regelen om etterfølgende (og gjentatt) tilbudsplikt. Oslo Børs har tidligere vurdert tilsvarende problemstilling (i forbindelse med en overføring av aksjepost i Aker Floating Production ASA, i medhold av dispensasjon fra tilbudsplikt, fra Convento Capital Fund AS, som hovedmann for Convento Fund, til heleid datterselskap av Aker), inntatt i Vedtak og uttalelser 2011 s. 176. For den nærmere begrunnelse vises det derfor til denne uttalelsen.

Under henvisning til det som er uttalt i Vedtak og uttalelser 2011 s. 176 er Oslo Børs av den oppfatning at Aker vil være unntatt fra etterfølgende tilbudsplikt (og gjentatt tilbudsplikt) ved erverv av ytterligere aksjer i Aker Seafoods. Forutsetningen for dette er at Aker eide, direkte og indirekte gjennom heleid datterselskap, ved børsnoteringen av Aker Seafoods, over 40 prosent av aksjene i Aker Seafoods, og at den konsoliderte gruppen siden eide uavbrutt mer enn 40 prosent av aksjene i Aker Seafoods frem til overdragelsen til Convento Capital Fund AS, som hovedmann for Convento Fund, i medhold av dispensasjon fra tilbudsplikt. Deretter har Convento Capital Fund AS, som hovedmann for Convento Fund, uavbrutt eid, og vil frem til overdragelse til Aker eie, mer enn 40 prosent av aksjene i Aker Seafoods. Vi presiserer for ordens skyld at dette forutsetter at det ikke foreligger andre omstendigheter som innebærer at en tilbudspliktgrense er passert på annet grunnlag, herunder ved kontrollskifte som følge av endringer i den konsoliderte gruppe som eksisterte på tidspunktet for børsnoteringen av Aker Seafoods, for eksempel ved endringer høyere opp i eierkjeden – se bla. Børsklagenemden sak 1/2011 – Wilh. Wilhelmsen. Videre presiseres at vi ikke har vurdert om Aker vil ansees som konsolidert med Convento Management, som vil eie 1,275 prosent av aksjene i Aker Seafoods og som vil være eid av Fausken Invest AS (som igjen er eid av Frank O Reite).

Vår vurdering av forholdet til etterfølgende tilbudsplikt er ikke omfattet av dispensasjonsmyndigheten, men utgjør en uttalelse om et lovtolkningsspørsmål.

#### 5 Vedtak

Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

Det gis, etter vphl. § 6-2 (3), dispensasjon fra tilbudsplikt for Aker ASA til erverv av 61 216 934 aksjer i Aker Seafoods ASA (tilsvarende 72,32 prosent) fra Convento Capital Fund AS, som hovedmann for Convento Capital Fund IS.

Senest samtidig med at avtale om ervervet inngås skal Aker ASA sørge for at det ved alminnelig børsmelding offentliggjøres at Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har

vedtatt å gi dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) for ervervet. Oslo Børs skal samtidig gis beskjed om offentliggjøringen.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse.

Det bes om tilbakemelding til børsen dersom nevnte reorganisering ikke gjennomføres.

Vedlegg 1: Aker ASA – dispensasjon fra tilbudsplikt mv. (brev fra Oslo Børs av 17. juli 2009)

## 1 Innledning

Det vises til brev 25. mai 2009 relatert til reglene om tilbudsplikt som følge av en tiltenkt reorganisering av Aker ASAs ("Aker") direkte og indirekte eierskap i Aker Seafoods ASA ("AKS"), Aker Floating Production ASA ("AKFP"), Aker Philadelphia Shipyard ASA ("AKPS") og Bjørge ASA ("Bjørge"). Det søkes om dispensasjon fra tilbudsplikten, og anmodes om børsens vurdering av enkelte tolkningsspørsmål i den forbindelse. Det vises også til senere e-postkorrespondanse 5. og 9. juni 2009.

## 2 Faktiske forhold

### 2.1 Generelt

Børsen legger til grunn de faktiske forhold beskrevet i brevet 25. mai 2009. Av hensyn til at uttalelsene og vedtaket skal kunne forstås på bakgrunn av herværende brev, vil børsen gjengi de sentrale deler av de faktiske forhold.

Bakgrunnen for henvendelsen er at Aker som ledd i en reorganisering vurderer mulighetene for overdragelse av alle aksjer eiet av Aker (direkte eller indirekte) i AKS, AKFP, AKPS og Bjørge til Aker Capital Fund IS ("Aker Capital Fund"), et norsk, indre selskap etablert i henhold til selskapsloven. Aker Capital Fund planlegges etablert med en begrenset levetid på i utgangspunktet 7 år, men med mulig forlengelse på inntil 2 år.

### 2.2 Hovedmannen

Hovedmannen for Aker Capital Fund vil være aksjeselskapet Aker Capital Fund AS (under stiftelse) ("hovedmannen"). Hovedmannen vil ved etablering være eiet med 90 prosent av Aker og 10 prosent av Fausken Invest AS, et investeringsselskap eiet av Frank Ove Reite. Hovedmannens aksjekapital vil bestå av to aksjeklasser, der kun aksjene i den ene aksjeklassen gir stemmerett. Aker vil til enhver tid eie alle de stemmeberettigede aksjene i hovedmannen. Aker vil også til enhver tid ha rett til å utpeke og avsette alle styremedlemmene i hovedmannen. Hovedmannen vil følgelig inngå i Aker-konsernet jf. allmennaksjeloven § 1-3. Hovedmannen vil eie ca. 2 prosent av Aker Capital Fund.

Hovedmannen skal ikke drive annen virksomhet enn å være hovedmann i Aker Capital Fund.

Hovedmannen vil ikke ha andre ansatte enn en daglig leder, som ved etablering vil være Frank Ove Reite, som vil forestå de administrative funksjoner som naturlig hører under den daglige ledelsen eller forøvrig innenfor fullmakter gitt av styret.

### 2.3 Stille deltakere

De stille deltakerne i Aker Capital Fund vil ved etablering utelukkende være heleide (direkte eller indirekte) selskaper i Aker-konsernet, i tillegg til Aker selv. Dette etableres ved at disse nåværende eiere av aksjepostene i AKS, AKFP, AKPS og Bjørge skyter aksjepostene inn som tingsinnskudd i Aker Capital Fund mot vederlag i form av andeler i Aker Capital Fund. Til sammen vil de stille deltakerne eie ca. 98 prosent av andelene i

Aker Capital Fund. Følgelig vil egenkapitalen Aker Capital Fund være eiet (direkte eller indirekte) med ca. 99,80 prosent av Aker.

En eierpost på 19,9 prosent i American Shipping Company ASA skal legges inn i Aker Capital Fund IS. American Shipping Company ASA er notert på Oslo Børs. Aksjeposten er eiet av Aker American Shipping Holding AS, som igjen er heleid av Aker ASA. Posten, vil enten (i) skytes inn i Aker Capital Fund IS direkte mot at Aker American Shipping Holding AS mottar andeler som stille deltaker i Aker Capital Fund IS, eller (ii) ved alle aksjene i Aker American Shipping Holding AS skytes inn i Aker Capital Fund IS mot at Aker ASA mottar vederlagsandeler i Aker Capital Fund IS.

I tillegg til vil også Aker Invest II KS komme inn som stille deltaker. Aker Invest II KS eies 100 % av Aker Capital AS (gjennom komplementaren, Aker Invest AS, og direkte som kommandittist), og vil legge inn poster i ikke-børsnoterte selskaper som grunnlag for deres deltakerandel i Aker Capital Fund. Aker Invest AS er komplementar med en andel på 10 % i Aker Invest II KS. Aker invest AS er i dag 100 % eiet (aksjer/stemmer) av Aker Capital AS.

Forholdet mellom deltakerne i Aker Capital Fund, det vil si mellom hovedmannen og de stille deltakerne, og de stille deltakerne imellom, vil reguleres av en selskapsavtale. Som utgangspunkt vil hver deltaker være medeier i Aker Capital Funds eiendeler i samsvar med vedkommendes eierbrøk fastsatt med grunnlag i de tingsinnskudd som gjøres fra selskaper i Aker-konsernet.

De stille deltakerne i Aker Capital Fund skal ikke ta noen del i forvaltningen eller ledelsen av Aker Capital Fund og dets virksomhet.

Som nevnt vil de stille deltakere i Aker Capital Fund ved etablering utelukkende være heleide (direkte eller indirekte) selskaper i Aker-konsernet. Det kan imidlertid ikke utelukkes at det kan bli aktuelt å gi enkelte andre investorer adgang til å investere i Aker Capital Fund, som stille deltakere, på lengre sikt. På nåværende tidspunkt foreligger imidlertid ingen konkrete planer om å invitere eller tillate andre investorer å delta i Aker Capital Fund.

#### 2.4 Det indre selskapet

Aker Capital Fund skal ikke ha eget styre eller daglig leder. Aker Capital Fund vil kun ha ett organ, selskapsmøtet, og i selskapsmøtet vil kun hovedmannen ha møte- og stemmerett. Et nyetablert rådgivningsselskap vil opptre som rådgiver for hovedmannen/Aker Capital Fund, men vil ikke fatte investerings- og realisasjonsbeslutninger på vegne av Aker Capital Fund eller hovedmannen. Ved etablering vil rådgivningsselskapet være eiet med 90 prosent av Aker og 10 prosent av Fausken Invest AS. Akers eierandel vil til enhver tid minst være 51 prosent.

Aker Capital Fund skal ikke opptre utad som sådant. Selskapets virksomhet skal utelukkende drives gjennom Hovedmannen, som skal opptre på vegne av fondet, men i eget navn. Hovedmannen vil forestå forvaltningen av, samt lede, Aker Capital Funds virksomhet og øvrige anliggender, samt delta i, og utøve, slik aktivitet som naturlig hører sammen med dette (herunder utføre slike oppgaver og handlinger som er pålagt Hovedmannen etter selskapsloven). Hovedmannen har følgelig den alminnelige beslutningsmyndighet i Aker Capital Fund. Herunder forestår hovedmannen samtlige investerings- og realisasjonsbeslutninger på vegne av Aker Capital Fund. Hovedmannen vil selv være ansvarlig for sin egen virksomhet, og det vil tilkomme styret i hovedmannen å fatte investerings- og realisasjonsbeslutninger på vegne av Aker Capital Fund.

## 2.5 Nærmere om eierskapet i de børsnoterte selskapene:

Aker eier i dag 64,85 prosent av aksjene i AKS via det kontrollerte selskapet Norway Seafoods Holding AS som igjen kontrollerer Aker Seafoods Holding AS som eier aksjene i AKS. Aker Seafoods Holding AS eide ved børsnotering av AKS på Oslo Børs i mai 2005, 65 prosent av aksjene i AKS. Aker Seafoods Holding AS har uavbrutt siden børsnoteringen av AKS eid mer enn 40 prosent av aksjene i AKS.

Aker eier i dag 72,34 prosent av aksjene i AKFP. Aker (selv og gjennom det heleide Aker Capital ASA) eide ved børsnotering av AKFP på Oslo Børs i juni 2006 48,36 prosent av aksjene i AKFP. Aker har (selv og gjennom Aker Capital AS) uavbrutt siden børsnoteringen av AKFP eid mer enn 40 prosent av aksjene i AKFP.

Aker eier i dag 50,3 prosent av aksjene i AKPS. Aker eide ved børsnotering av AKPS på Oslo Axess i desember 2007, 51,2 prosent av aksjene i AKPS og har uavbrutt siden børsnoteringen av AKPS eid mer enn 40 prosent av aksjene i AKPS.

Aker eier (indirekte gjennom Aker Capital AS) i dag 39,9 prosent av aksjene Bjørge. Bjørge er notert på Oslo Børs.

## 3 Børsens vurdering

### 3.1 Generelt

Overføring av aksjene i AKS, AKFP, AKPS og Bjørge til Aker Capital Fund i henhold til ovennevnte reorganisering utløser i utgangspunktet tilbudsplikt på hovedmannens/Aker Capital Funds hånd etter hovedregelen i vphl. § 6-1 (1), jf. presiseringen i § 6-1 (6).

Basert på henvendelsen reiser dette 3 hovedspørsmål i forhold til reglene om tilbudsplikt i vphl. kap. 6.

- 1) Er det grunnlag for unntak fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3)?
- 2) Vil Hovedmannen/Aker Capital Fund kunne legge til grunn det unntak fra reglene om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv og gjentatt tilbudsplikt som gjelder for de direkte-eiende Aker-selskapene etter overgangsreglene i vphl. § 18-2 (2) og forskrift om overgangsregler til lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder og lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel § 3?
- 3) Dersom andre investorer enn ovennevnte Aker-selskaper gis adgang til å være stille deltagere i Aker Capital Fund på et senere tidspunkt, vil dette anses som indirekte erverv etter vphl. § 6-1 (2) nr. 2 og utløse tilbudsplikt for disse investorene?

Spørsmål 1 og 3 gjelder for Aker Capital Funds erverv av aksjer i AKS, AKFP, AKPS og Bjørge og vil bli behandlet under ett for samtlige selskaper i pkt. 3.2 og 3.4.

Spørsmål 2 har bare relevans for Aker Capital Funds erverv av aksjer i AKS, AKFP og AKPS og vil bli behandlet under ett for disse selskapene i pkt. 3.3.

### 3.2 Unntak fra tilbudsplikt

Børsen kan etter vphl. § 6-2 (3) i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikten ved overføringer innen konsolidert gruppe. Forarbeidene gir en veiledning i forhold til hva som er et særlig tilfelle, jf Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 367 der det heter at skjønnstemaet vil være om overdragelsen utgjør et kontrollskifte eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte, og det vil kunne settes vilkår for unntak. Adgangen til å gjøre unntak fra tilbudsplikt etter vphl. § 6-2 (3) ble innført fra 1. januar 2008. I NOU 2005:17 side 26 som også er referert i Ot prp nr 34 heter det:

”Når det gjelder overdragelse innenfor konsern, er utvalget av den oppfatning at tilbudsplikt normalt ikke bør inntre ved overføring av aksjer til et heleid datterselskap opprettet for dette formål. Det kan også tenkes tilfeller der det bør kunne gjøres unntak fra tilbudsplikt også ved andre overdragelser innen konsolidert gruppe etter vphl. § 1-4 nr. 3 og 4. Det er for det første spørsmål om man i tråd med børsens uttalelse referert ovenfor bør kunne unnta overdragelser til heleid datterselskap hvis vesentlige virksomhet er en annen enn å eie de noterte aksjene, samt overføringer til datterselskaper kontrollert gjennom lavere eierandeler enn 100 prosent og mellom konsernselskap med slik tilknytning”.

Inntil lovendringen i 2008 har børsen lagt til grunn en innskrenkende tolkning av tilbudspliktreglene i forhold til overdragelser av aksjepost til heleid datterselskap.

Børsen har ikke tidligere avgjort spørsmål om unntak fra tilbudsplikt etter vphl. § 6-2 (3) ved konsernintern overføring til indre selskap. Ovennevnte struktur, hvoretter Aker ved etablering og til enhver tid, inntil det indre selskapet oppløses, vil beholde kontrollen over aksjepostene i AKS, AKFP, AKPS og Bjørge, er i realiteten ikke vesentlig forskjellig fra den kontroll som Aker ville ha hatt over aksjepostene dersom disse var lagt til et heleid aksjeselskap. Selv om Aker vil eie 90 prosent av hovedmannen, vil Aker ha alle stemmeberettigede aksjer og ha rett til å utnevne alle styremedlemmer i hovedmannen og dermed kontroll over utøvelsen av eierrettighetene for aksjene i AKS, AKFP, AKPS og Bjørge.

Aker Capital Fund AS, som hovedmann for Aker Capital Fund vil være å anse som nærstående til Aker etter vphl. § 6-5, jf. vphl. § 2-5 nr. 4, og således tilfredsstille dette vilkåret for dispensasjon.

Etter børsens oppfatning innebærer reorganiseringen ikke et kontrollskifte og anses videre ikke å være ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. I tråd med etablert praksis for dispensasjon fra tilbudsplikt ved overføring til heleid aksjeselskap finner børsen at det foreligger slike særlige grunner at det kan gis dispensasjon fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3) for hovedmannens/Aker Capital Funds erverv av aksjepostene i AKS, AKFP, AKPS og Bjørge.

Det planlegges at Aker etter overføringen skal eie 90 prosent av hovedmannen og indirekte 99,80 prosent av fondet. Børsen finner å kunne innvilge dispensasjon som omsøkt for dette.

Ettersom det ikke er tidligere praksis på dispensasjon til selskap eiet mindre enn 100 prosent, og det er liten erfaring med indre selskap i forhold til tilbudspliktreglene, finner børsen det hensiktsmessig å gjøre dispensasjonen betinget av at eierskapet og eierinnflytelsen i hovedmannen og i fondet ikke reduseres ut over det som er beskrevet i søknaden. I søknaden er det tatt høyde for at Akers andeler skal kunne reduseres uten at det skal foreligge konkrete planer om dette. En slik mulig situasjon er derfor heller ikke beskrevet ytterligere i søknaden. I tilfelle vil altså børsen måtte vurdere en ny søknad om dispensasjon ut fra de konkrete forholdene.

Børsen tar ikke stilling til om de stille deltagernes erverv av andeler i fondet anses som indirekte erverv etter vphl. § 6-1 annet ledd, men presiserer for ordens skyld at disse erverv uansett er omfattet av dispensasjon som gis.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at børsklagenemnden etter eventuell klage kan vurdere alle sider av vedtaket.

### 3.3 Videreføring av unntak etter overgangsregler

Som følge av at de direkte-eiende Aker-selskapene ved børsnotering eide mer enn 40 prosent av aksjene i henholdsvis AKS, AKFP og AKPS og frem til i dag har eid mer enn 40



prosent av aksjene inntre det ikke gjentatt tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (1) for disse direkte-eiende Aker-selskapenes eventuelle ytterligere erverv av aksjer i AKS, AKFP og AKPS, jf. vphl. § 18-2 (2). Etter forskrift om overgangsregler til lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder og lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel § 3 (2) får heller ikke reglene om tilbudsplikt for etterfølgende erverv etter vphl. § 6-6 (2) anvendelse ved slike ytterligere erverv.

Problemstillingen er om Hovedmannen/Aker Capital Fund, dersom aksjepostene overføres, kan legge til grunn disse unntakene fra gjentatt tilbudsplikt og tilbudsplikt ved etterfølgende erverv.

Vurderingstemaet er ikke omfattet av børsens dispensasjonsmyndighet, men utgjør lovtolkningsspørsmål. Børsen forvalter tilbudspliktreglene og kan gi vurderinger som sådan. Vurderingene er uttrykk for administrasjonens syn basert på det faktum og de innspill vi har fått. I saker av vesentlig betydning utøves børsens myndighet av børsstyret. Børsens vedtak vil også kunne overprøves ved klage til børsklagenemnden.

Børsen har tidligere uttalt at reglene om etterfølgende erverv, jf. vphl. § 6-6 (2) kan tolkes innskrenkende slik at den ikke gjelder hvor passering av tilbudspliktgrensen er unntatt fra tilbudsplikt i vedtak etter § 6-2 tredje ledd, jf. Vedtak og uttalelser 2008 pkt. 6.4.11 (DOF ASAs erverv av aksjer i DOF Subsea ASA fra nærstående).

Når det gjelder gjentatt tilbudsplikt etter vphl § 6-6 første ledd (betegnet som gjentatt tilbudsplikt) antar børsen tilsvarende at bestemmelsen ikke får anvendelse hvor passering av tilbudspliktgrensen er unntatt fra tilbudsplikt i vedtak etter § 6-2 tredje ledd. Den legislative begrunnelsen for gjentatt tilbudsplikt synes ikke å omfatte de tilfeller hvor det gis dispensasjon fra tilbudsplikten. Når lovgiver har gitt anvisning på en dispensasjonsadgang fordi overføringen ikke utgjør et kontrollskifte, jf Ot prp nr 34 (2006-7) side 367, synes begrunnelsen for gjentatt tilbudsplikt ikke å være til stede. Forarbeidene gir også anvisning på en relativt snever dispensasjonspraksis. Vi antar således at også vphl. § 6-6 første ledd tolkes innskrenkende slik at den ikke gjelder hvor passering av tilbudspliktgrensen er unntatt fra tilbudsplikt i vedtak etter § 6-2 tredje ledd.

### 3.4 Indirekte erverv

Spørsmålet er om senere inntreden av nye stille deltagere i Aker Capital Fund av andre investorer enn ovennevnte Aker-selskaper vil anses som indirekte erverv etter vphl. § 6-1 (2) nr. 2 og utløse tilbudsplikt for disse investorene.

Med de vilkår som er satt i vedtaket antar vi dette spørsmålet ikke er aktuelt.

## 4 Vedtak

Børsen har på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

Det gis dispensasjon fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3) for Aker Capital Fund AS (som hovedmann for Aker Capital Fund IS) sitt erverv av aksjeposter eiet direkte eller indirekte av Aker ASA i Aker Seafoods ASA, Aker Floating Production ASA, Aker Philadelphia Shipyard ASA og Bjørge ASA. Dispensasjonen er gitt på følgende vilkår:

- 1) Samtidig med at den enkelte transaksjon i forbindelse med restruktureringen gjennomføres, skal Aker Capital Fund AS/Aker ASA sørge at det ved alminnelig børsmelding offentliggjøres at børsen har vedtatt å gi dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) for den aktuelle transaksjon.
- 2) Aker ASA skal direkte eller indirekte eie minst 90 prosent av aksjene og samtlige stemmeberettigede aksjer i Aker Capital Fund AS som er hovedmannen i Aker Capital Fund IS.

3) Aker ASA skal direkte og indirekte være eneste stille deltager i Aker Capital Fund IS.

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

Vedtaket er truffet under børsens utøvelse av forvaltningsmyndighet der sakens dokumenter som i utgangspunktet er underlagt offentlighet etter offentlighetsloven. Vi ber på denne bakgrunn om Deres tilbakemelding om det er opplysninger som anses som forretningshemmeligheter eller av andre grunner er omfattet av børsens taushetsplikt og således ikke kan offentliggjøres, og eventuelt om eventuelle tidsavgrensninger for dette.

Det bes om tilbakemelding til børsen dersom nevnte reorganisering ikke gjennomføres slik at nevnte vedtak blir en nullitet.

## 6. MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER

### 6.1 Nye medlemmer 2012

	Oppstartsdato
Susquehanna International Securities Limited	13.01.2012
Flow Traders B.V.	17.02.2012
Citigroup Global Markets Ltd.	07.08.2012
Barclays Capital Securities Limited	05.10.2012

### 6.2 Medlemsregler/Handelsregler

#### 6.2.1 Ordreinnleggelse i STL - Sparebank 1 Markets (brev av 16.03.2012)

##### 1. Bakgrunn

Det vises til korrespondanse mellom Oslo Børs ASA og Sparebank 1 Markets ("SB1M") i perioden 27. februar til 13. mars 2012.

Mandag 27. februar kl 09:00:56 ble det utløst en alarm via børsens overvåkingssystem SMARTS vedrørende unormal stor ordreaktivitet av SB1M i Statoil ASA ("STL"). Denne alarmen ble oppdatert en rekke ganger, samt at lignende alarmer ble utløst, i løpet av få sekunder. Ved en gjennomgang av ordreboken så man at SB1M starter innleggelse av kjøpsordre på 94 aksjer på kurs 158,0 kr og salgsordre på 94 aksjer på kurs 158,4 kr kl 09:00:48. Kl 09:00:52 legges det inn salgsordre på 94 aksjer på kurs 158,3 kr og kl 09:00:56 legges det inn ytterligere salgsordre på 94 aksjer på kurs 158,2. Den massive ordreinnleggelsen på 94 aksjer stanser kl 09:01:03. I nevnte periode lå det på det meste inne over 2400 aktive ordre i STL hvorav SB1M's kjøps-/salgsordre på 94 aksjer utgjorde over 1800.

En del av ordrene går til handel, men i all hovedsak slettes disse fra og med kl 09:01:16 til og med kl 09:01:18.

##### 2. Drøftelse

Oslo Børs var i kontakt med SB1M umiddelbart etter hendelsen og har i etterkant mottatt detaljert skriftlig redegjørelse. Det fremkommer av redegjørelsen at den massive ordreinnleggelsen skyldes en software feil i et internt system, som tredjeparts leverandør hadde oppgradert i helgen 25. – 26. februar. Selv om feilen ikke skyldes en programmeringsfeil i SB1Ms algoritmer, resulterte den i at en algoritme ikke oppførte seg i tråd med strategien den var programmert for å utføre. I følge SB1M og systemleverandøren var feilen meget vanskelig å forutse da det ikke forelå en direkte sammenheng mellom oppgraderingen som var utført og feilen som materialiserte seg.

Etter Oslo Børs sin vurdering reflekterer ikke de omtalte ordrene reell kjøps- og salgsinteresse, jf Member and Trading Rules ("MTR") pkt 2100. Dette fordi ordrene var lagt inn i handelssystemet ved en feil. Herunder påpekes det at medlemmet til enhver tid skal ha implementert rutiner og kontroller for å forhindre feil ved ordreinnleggelse, jf MTR pkt 2101. Videre påpekes det at medlemmet selv er ansvarlig for egne softwareløsninger knyttet opp mot børsens handelssystem, jf MTR pkt 1400. Dette gjelder likefullt i de tilfeller et medlem benytter seg av systemer levert, vedlikeholdt og/eller oppgradert av tredjepart. I dette tilfellet var endringen, som var utført av tredjeparts leverandør, ikke testet i børsens testmiljø ("CDS") før produksjon. I følge SB1M skyldes det at dette var en *"avgrenset, standard endring som tidligere har vært i produksjon i våre systemer"*, samt at leverandøren hadde forsikret SB1M om at endringen var gjennomtestet.

Oslo Børs anser bruddet som alvorlige fordi hendelsen potensielt sett, dersom den ikke hadde blitt stanset, kunne tatt ned ordreboken til STL ilt kort tid med den følge at all ny ordreinnleggelse og handel ville opphørt. Dette antas å kunne fått store konsekvenser for markedet. Herunder ville dette også medført stans i derivathandel i STL, samt påvirket indeksberegninger, mv.

Oslo Børs konstaterer brudd på regelverket og har vært i tvil hvordan forholdet skulle avgjøres. Bakgrunnen for at børsen har valgt å sende kritikkbrev, og ikke innstille på sanksjonssak for børsstyret, bygger bl.a. på følgende:

- SB1M har implementert en rekke automatiserte kontroller og prosedyrer ifm algoritmehandel som skal fange opp feil og stanse feilaktig ordreinnleggelse/slette ordrer. Herunder var det SB1Ms egne interne kontrollmekanismer som stanset ordreinnleggelsen og slettet utestående ordre før børsen tok kontakt med foretaket. Oslo Børs er dog kritisk til at kontrollmekanismen reagerte først etter at over 1800 ordre var lagt inn i handelssystemet, noe som SB1M forklarte med at ordrene utgjorde et relativt lite volum.
- Oslo Børs har ikke registrert flere tilsvarende saker vedrørende feilaktig ordreinnleggelser fra SB1M de siste årene i forkant av ovennevnte hendelse.

Oslo Børs har også tatt til etterretning at SB1M fremover ikke vil benytte funksjonaliteten som var årsak til at hendelsen oppstod, samt vil innskjerpe krav til egentesting av leveranser fra tredjepart.

### 3. Konklusjon

Oslo Børs anser denne saken som avsluttet, men presiserer at gjentatte tilsvarende brudd vil kunne nedføre overtredelsesgebyr etter børslovens § 31.

Oslo Børs vil ikke sende pressemelding vedrørende kritikken som fremkommer i dette brev, men vil kunne gjøre brevet eller innholdet kjent i andre sammenhenger dersom det er behov for å opplyse markedet om børsens praksis.

#### **6.2.2 Eierkategorisering – all or nothing ordre (brev av 02.04.2012)**

Det vises til tidligere kontakt og korrespondanse i saken vedrørende en all or nothing ordre i Renewable Energy Corporation ASA senest i e-post av 27. mars 2012.

På bakgrunn av handel meldt av Skandinaviska Enskilda Banken (SEB) den 13. mars og børsmelding samme dag fra Umoe AS om kjøp av 10 millioner aksjer tok Oslo Børs kontakt for å få informasjon om den aktuelle handelen. Det viste seg å være en "all or nothing ordre" som ble mottatt 7. mars. Det følger av praksis at ved gjennomføring av "all or nothing" ordre ligger risikoen for gjennomføring både hva gjelder volum, prisvilkår og/eller andre vilkår på meglerhuset. Inntil betingelsene er oppfylt kjøper således meglerhuset aksjer på egen risiko og regning. Dette får blant annet som konsekvens at innlagte ordre i handelssystemet og transaksjoner som fortløpende registreres i handelssystemet under gjennomføring av "all or nothing" ordre skal merkes med egen bok, jf Member and Trading Rules 2102.

På bakgrunn av den informasjonen Oslo Børs har mottatt om ordren har børsen ikke problemer med å akseptere at det var en reell "all or nothing ordre" og dermed at meldingen fra Umoe AS var rettidig. Dog ble det i undersøkelsen oppdaget at ingen av ordrene var merket som egen handel eller "principal" slik som Member and Trading Rules krever. Oslo Børs tar til etterretning at bakgrunnen for dette er både menneskelig og teknisk svikt hos SEB.

Bakgrunnen for den aktuelle regelen er at Oslo Børs markedsovervåking skal kunne analysere handelen på en mer kvalifisert måte når man har kunnskap om handelen er

gjort for kunde eller for egen bok. I tillegg gir det mulighet til å stille spørsmål i forbindelse med utførelse av ordrer hvis det er behov for å forstå et handelsmønster og kontrollere at regelverket følges. I den aktuelle saken ble børsen fratatt disse mulighetene.

Oslo Børs ser det som positivt at SEB har erkjent feilen og at man gjør tiltak for å unngå lignende hendelser i fremtiden. Vi har allikevel kommet frem til at det er riktig å påpeke regelbruddet skriftlig.

Dersom Dere har spørsmål i sakens anledning kan undertegnede kontaktes. Dette brevet vil ikke bli offentliggjort men kan bli brukt i vedtak og uttalelser hvis det er behov for å belyse børsens praksis.

### **6.2.3 Trading in shares by the liquidity provider (brev av 10.04.2012)**

Reference is made to the correspondence between Oslo Børs and Terra Markets (TM) last on March 16, 2012 on the above mentioned matter.

Oslo Børs discovered in late November of 2011 trades by the market maker in TM that needed further investigation. The trades were typically small in value and the particular companies had very few trades each day. The trading pattern was detected through alerts in the surveillance system. An initial inquiry was done in December. After this initial response from TM, Oslo Børs conducted a more thorough review of the trading. Our report was sent to TM in the beginning of February 2012. 83 trades, 64 buys and 19 sells, were highlighted in this review and the trades have similar characteristics:

1. TM was the initiator of the trade
2. TM's trades were one of few trades the current day
3. The trades were less than NOK 5000 in value, many below NOK 1000
4. Many of the trades changed the last traded price

In the correspondence TM stated that the shares in question were illiquid and volatile, no unusual price changes were observed, there were supply and demand by other participants for a small number of shares and the market maker had no personal gain from any of the trades. Also in further correspondence the TM market maker alleged that in many cases he needed a small number of shares to be able to fulfill his market maker obligations and also in many situations to round off his position to a round number of shares. In any case none of the trades were in breach of the Member and Trading Rules.

According to the Member and Trading Rules (MTR) section 1300.1, 1300.3 and 1300.4 orders and trades must not create a misleading impression, differ unreasonably from a previous firm price and the member must not engage in any conduct that damages the fairness or integrity of the market. The latter section will typically also be covered by the Stock Exchange Regulation section 14 "Good stock exchange practice".

Oslo Børs is of the opinion that it is of course not prohibited to conduct trades with small volumes. However members should utilize caution when conducting trades with a value of less than NOK 5000 (the largest trades in these cases) which have price impact, especially when this is a repetitive event and over a prolonged period of time. The need for buying or selling shares should be imperative in such cases and the member must be able to justify the trades to the exchange. Trading at prices deviating from the last traded price when the market maker is the only participant with a best bid and offer should be avoided.

In some of the cases TM has set the closing price for the securities with no other participant trading or with a small number of shares. The closing price is used by other market participants for evaluation of their portfolios. It is also used when a company issues equity and it is the price disseminated to all participants who do not follow the

trading in real time. Therefore it gives a clear signal of the pricing of the instrument in questions. This means that due care should be taken when trading influences the closing price.

We appreciate that TM takes the matter seriously and we hope this letter offers guidance on the issue. However the exchange is of the opinion that not enough attention has been exercised when trading in these illiquid shares by the market maker and therefore the trading is in breach of Member and Trading Rules section 1300.4 and the Stock Exchange Regulations section 14.

Oslo Børs will not pursue the matter beyond this letter of criticism, but would emphasize the importance of the above mentioned. The letter will not be made public, but can be used in "Decision and Statements" for educational purposes to other market participants.

Any questions to this letter can be directed to the undersigned.

#### **6.2.4 Vedrørende feilkvotering i warrants (brev av 20.09.2012)**

Det vises til korrespondanse i sakens anledning senest i e-post 4. september 2012.

Den 8. august gjennomførte DNB Markets (DNB) et kjøp av 48 000 warrants i åpningsauksjonen på kurs 4,01 i SDRLW12I233DNMX mot et annet børsmedlem. Sist omsatt før denne transaksjonen var på kurs 0,92. Tilsvarende avvikende ordreinnleggelse, som ikke resulterte i handel, fant sted dagen før i både åpnings- og sluttauksjonen. DNB Markets anmodet om at handelen skulle slettes etter Member and Trading Rules 2120, men dette ble avslått ettersom anmodning kom for lenge etter handelen fant sted, jf guidance til samme bestemmelse. Partene i transaksjonen ble senere enig om en redusert kurs, og handelen ble deretter slettet og rapportert på ny kurs.

Oslo Børs har i etterkant av hendelsen mottatt en forklaring hvor det fremgår at DNB har kontrollert for å unngå at avvikende ordre legges inn, men slike kontroller er mer utfordrende å ha i auksjoner. I tillegg er det avdekket feil i programvaren som brukes i kvoteringer av warrants og ETN'er. På bakgrunn av dette har DNB avsluttet kvotering i auksjoner.

Etter Oslo Børs vurdering reflekterte ikke ordrene som ble lagt inn i handelssystemet aktuell markedsverdi jfr. MTR 1300.6. Dette fordi prisen på ordrene var lagt inn ved en feil og medførte betydelig avvikende kurs på den handelen som ble gjennomført. En vil også peke på at medlemmet til enhver tid skal ha implementert rutiner for å hindre feil ved ordreinnleggelse jfr. MTR 2101.

Oslo Børs anser bruddet som alvorlig. I tillegg ble DNB kritisert for et lignende forhold i april 2011. Gjentakende brudd på samme bestemmelser fører normalt til innstilling om overtredelsesgebyr. Børsen har allikevel, i denne konkrete saken, valgt å begrense vår reaksjonen til kun å kritisere DNB Markets for forholdet. Et av de momentene det har blitt lagt vekt på er at DNB selv gjorde børsen oppmerksom på feilhandelen og at ordreinnleggelsene medførte begrenset skade i handelen. Skulle det allikevel oppstod en lignende situasjon igjen vil begge disse kritikkbrevene bli brukt som grunnlag for å vurdere riktig sanksjon. Vi ber igjen DNB påse at man har tilstrekkelig kontroll på de kvoteringsprogrammer som brukes i handelssystemet.

Saken er etter dette avsluttet fra vår side, men det opplyses om at børsens uttalelse i denne sak vil kunne gjøres offentlig tilgjengelig hvis det er behov for å opplyse markedet om børsens praksis.



OSLO BØRS ASA  
Postboks 460 Sentrum  
0105 Oslo  
Besøksadresse: Tollbugata 2, Oslo

[www.oslobors.no](http://www.oslobors.no)