

**Børsrettsdagene  
24. og 25. januar 2005**

**Vedtak og uttalelser 2004**

**Juridisk direktør Atle Degré**

# Innholdsfortegnelse

<b>1.</b>	<b>INNLEDNING.....</b>	<b>5</b>
1.1	GENERELT .....	5
1.2	INFORMASJON PÅ WWW.OSLOBORS.NO .....	5
1.3	OVERSIKT OVER BØRSSIRKULÆRER 2004 .....	6
<b>2.</b>	<b>EMISJONSKONTROLL OG PROSPEKTPLIKT.....</b>	<b>6</b>
2.1	OVERSIKT OVER KONTROLLERTE PROSPEKTER OG TILBUKSDOKUMENTER I 2004.....	6
2.2	PROSPEKTPLIKT.....	7
2.2.1	<i>Verdipapirhandelloven § 5-1 – tilbud om kjøp av lånte aksjer med etterfølgende rettet emisjon (brev 28.12.2004).....</i>	<i>7</i>
2.2.2	<i>Nordic American Tanker Shipping Ltd (NAT) - Prospectus requirement secondary listing - Stock Exchange Regulation § 18-1 (brev av 17.11.2004)...</i>	<i>9</i>
2.2.3	<i>Spørsmål om prospektplikt, bf § 18-1 (3. ledd) én eller flere emisjoner (e-post av 26.02.2004) .....</i>	<i>10</i>
2.2.4	<i>Prospektplikt – bf § 18-1 – En eller flere kapitalforhøyelser? (e-post av 12.10.2004) .....</i>	<i>11</i>
2.3	PROSPEKTERS INNHOLD OG FORM.....	12
2.3.1	<i>Emisjon i Helgeland Sparebank – tegningsfrist ikke i samsvar med vedtak (e-post av 14.03.2004) .....</i>	<i>12</i>
2.3.2	<i>Canargo Energy Corporation – Norsk prospekt basert på amerikansk prospekt (“wrap-around”) (e-post av 11.06.2004).....</i>	<i>14</i>
2.3.3	<i>Advokaterklæring i prospekt (e-post av 24.06.2004).....</i>	<i>15</i>
2.3.4	<i>PGS ASA – restrukturering gjennomført høsten 2003 (Børsens evaluering 21.06.2004 oversendt Kredittilsynet, aktørene og interesserte investorer).....</i>	<i>15</i>
2.4	OFFENTLIGGJØRING AV PROSPEKT, ANNONSER, KUNNGJØRINGER M.V .....	25
2.4.1	<i>Offentliggjøring av annonser mv i forbindelse med prospektpliktige tilbud vedrørende omsettelige verdipapirer (børssirkulære nr. 4/2004) .....</i>	<i>25</i>
2.4.2	<i>Kværner – offentliggjøring av godkjent regnskapsinfo (pressemelding fra Oslo Børs 22.03.2004) .....</i>	<i>25</i>
2.4.3	<i>Annonsering i forbindelse med emisjon og søknad om opptak til notering (brev av 30.04.2004).....</i>	<i>25</i>
2.4.4	<i>Findexa ASA - Annonsering i forbindelse med emisjon og søknad om opptak til børsnotering (brev av 10.05.2004).....</i>	<i>26</i>
<b>3.</b>	<b>OPPTAK TIL BØRSNOTERING.....</b>	<b>28</b>
3.1	NYE SELSKAPER PÅ OSLO BØRS I 2004 .....	28
3.2	OPPTAKSVILKÅR.....	28
3.2.1	<i>Aker Kværner OGEP ASA – varighet av virksomhet, spredningskrav (børsstyresak av 24. mars 2004).....</i>	<i>28</i>
3.2.2	<i>Aker Yards ASA – spredningskravet mm (børsstyresak av 26.05.2004).....</i>	<i>31</i>
3.2.3	<i>Findexa Limited – soliditet, kontinuitet, betinget notering (børsstyresak av 29.04.2005) .....</i>	<i>34</i>
3.2.4	<i>Catch Communications ASA – ledelsens uavhengighet (børsens brev til selskapet 24.03.2004).....</i>	<i>37</i>
3.2.5	<i>Odfjell Invest Ltd. -virksomhetens og selskapets varighet, styrets uavhengighet, disponentselskap (børsstyrets vedtak 02.09.2004).....</i>	<i>38</i>
3.2.6	<i>Aker ASA – Regnskapsspørsmål (børsstyrets vedtak 02.09.2004).....</i>	<i>43</i>
3.2.7	<i>Active 24 ASA (Regnskapsføring – rapporteringskapasitet) børsstyrets vedtak oktober 2004).....</i>	<i>44</i>
3.2.8	<i>Sevan Marine ASA – prekommersialitet – styrets uavhengighet – krav til rutiner (børsstyrets vedtak 24.11.2004).....</i>	<i>45</i>
3.2.9	<i>DynaPel Systems Inc - selskapets størrelse, krav til rutiner (børsstyrets vedtak 22.12.2004).....</i>	<i>48</i>
3.3	OVERFØRING MELLOM HOVEDLISTE OG SMB-LISTEN .....	52

3.4	FORTSATT NOTERING VED FISJON/FUSJON, BF § 2-7.....	52
3.4.1	<i>Oversikt.....</i>	52
3.4.2	<i>Vedr fisjon og notering av Golden Ocean Group Limited – midlertidig dispensasjon styresammensetning (brev av 14.12.2004).....</i>	52
<b>4.</b>	<b>STRYKNING/SUSPENSJON .....</b>	<b>53</b>
4.1	SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING I 2004 .....	53
4.2	SAKER – STRYKNING OG MIDLERTIDIG STRYKNING .....	54
4.2.1	<i>Linde-Group ASA – strykning (børsstyresak av 24.03.2004).....</i>	54
4.2.2	<i>Kristiansand Dyrepark ASA – søknad om strykning (børsstyresak av 16.06.2004).....</i>	63
4.2.3	<i>NAT - Vedtak om strykning uten generalforsamlingsvedtak– sekundærnotert selskap (brev 21.12.2005).....</i>	69
4.2.4	<i>Northern Offshore Ltd. – midlertidig strykning – omgjøring av strykningsvedtak etter klage (børsstyresak av 22.12.2004).....</i>	72
<b>5.</b>	<b>INFORMASJONSPLIKT – UTSTEDERFORPLIKTELSER.....</b>	<b>77</b>
5.1	INFORMASJONSPLIKT .....	77
5.1.1	<i>Stolt Offshore S.A. - Overtredelse av informasjonsplikten ved kontraktsinngåelse (børsstyresak av 24.03.2004).....</i>	77
5.1.2	<i>Q-Free ASA - brudd på informasjonsplikt ved terminering av kontrakt (børsstyresak av 16.06.2004).....</i>	83
5.1.3	<i>Q-Free ASA – brudd på informasjonsplikt ved terminering av kontrakt (Børsklagenemndens sak 3/2004).....</i>	89
5.1.4	<i>Forhøyelse av aksjekapitalen i Belships ASA i april 2004 (brev av 29.04.2004).....</i>	100
5.2	UTTALELSER OM INFORMASJONSPLIKT .....	101
5.2.1	<i>SAS AB - vedrørende offentliggjøring av melding fra konkurransemyndighetene 22. juni 2004 (brev av 28.09.2004).....</i>	101
5.3	OVERGANG TIL INTERNASJONALE REGNSKAPSSTANDARDS IAS – IFRS.....	105
5.3.1	<i>Tilleggskrav for selskaper som ikke er omfattet av IFRS-forordningen (høringsbrev av 19.11.2004).....</i>	105
5.3.2	<i>Anbefaling for tilleggsinformasjon vedrørende overgang til IAS/IFRS (børssirkulære nr. 1/2004).....</i>	106
5.3.3	<i>Oppfølging av anbefaling for tilleggsinformasjon vedr. overgang til IAS/IFRS (børssirkulære nr. 6/2004).....</i>	106
5.3.4	<i>2005 Overgangen til IAS/IFRS (børssirkulære 1/2005).....</i>	106
5.4	PERIODISK RAPPORTERING - FRISTER.....	106
5.4.1	<i>Petroleum Geo-Services ASA – Dispensasjon fra frister for regnskapsrapportering (Børsklagenemndens sak 1/2004 av 31.03.2004).....</i>	106
5.4.2	<i>Petroleum Geo-Services ASA – søknad om ytterligere forlengelse av børsforskriftens frister (Børsklagenemndens sak 2/2004 av 07.07.2004).....</i>	114
5.4.3	<i>Petroleum Geo-Services ASA – overtredelsesgebyr for brudd på børsforskriften §§ 6-2 første ledd, jfr. § 6-6 angående plikt til å vedta forslaget til årsregnskap innen fastsatt frist (børsstyresak av 27.10.2004).....</i>	120
5.5	TAUSHETSPLIKT .....	123
5.5.1	<i>Smedvig ASA – brudd på børsforskriftens §§ 5-1 første ledd, jfr. 23-2 (børsstyresak av 27.10.2004).....</i>	123
5.6	FRI OMSETTELIGHET - STEMMERETTSBEGRENSNING.....	129
5.6.1	<i>Gyldendal ASA - vedtekter – samtykkeklauseul og stemmerettsbegrensning (brev av 07.05.2004).....</i>	129
5.6.2	<i>Gyldendal ASA - vedtektsbestemt stemmerettsbegrensning (brev av 07.05.2004 til Gyldendal).....</i>	130
5.7	LIKEBEHANDLING/GOD BØRSSKIKK.....	130
5.7.1	<i>God børsskikk ved gjennomføring av transaksjoner der aksjonærene risikerer å lide tap ved passivitet (børssirkulære nr. 5/2004).....</i>	130
<b>6.</b>	<b>TILBUDSPLIKT/FRIVILLIG TILBUD.....</b>	<b>130</b>

6.1	TILBUDSPLIKT .....	130
6.1.1	<i>Eikland AS - Spørsmål om tilbudsplikt (brev av 14.06.2004) .....</i>	<i>130</i>
6.1.2	<i>Aker RGI Holding AS – svar på henvendelse om tilbudsplikt tilknyttet mulige transaksjoner (brev av 27.05.2004) .....</i>	<i>132</i>
6.1.3	<i>Spørsmål om konsolidering av enkelte aksjonærer i P4 etter fusjon mellom Kinnevik og Invik (brev av 02.03.2004) .....</i>	<i>138</i>
6.1.4	<i>Aksjeinnehav i P4 Radio Hele Norge (brev av 30.04.2004) .....</i>	<i>139</i>
6.1.5	<i>Spørsmål om tilbudsplikt – ervervstidspunkt/hynotering (e-post av 31.08.2004) .....</i>	<i>139</i>
6.2	FRIVILLIG TILBUD.....	141
6.2.1	<i>Forhåndsavtaler og frivillig tilbud (e-post av 23.11.2004) .....</i>	<i>141</i>
<b>7.</b>	<b>MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER .....</b>	<b>141</b>
7.1	NYE MEDLEMMER 2004.....	141
7.2	OVERTREDELSER.....	142
7.2.1	<i>Lehman Brothers - daily fine to enforce compliance with obligation to report trades (brev av 07.07.2004) .....</i>	<i>142</i>
7.2.2	<i>Lehman Brothers Int. (Europe) – overtredelse av rapporteringsplikt som børsmedlem (børsstyresak av 02.09.2004).....</i>	<i>143</i>
7.3	NOREX MEMBER RULES/HANDELSREGLER .....	145
7.3.1	<i>NOREX Member Rules - New version 1.4 (brev til medlemmene 22.09.2004) .....</i>	<i>145</i>
7.3.2	<i>Survey on delayed dissemination for risk trades (høringsnotat av 22.12.2004) .....</i>	<i>146</i>
7.3.3	<i>Børsloven § 5-4 femte ledd - børsmedlemmers plikt til å avgi lydopptak til børsen (brev av 23.06.2004) .....</i>	<i>146</i>
7.3.4	<i>Verdipapirforetakets rapporteringsplikt – spørsmål om avgrensning innen foretaket (e-post av 29.08.2003 til Kredittilsynet).....</i>	<i>149</i>
<b>8.</b>	<b>INNSIDE – MELDEPLIKT – FLAGGING.....</b>	<b>150</b>
8.1	FLAGGING .....	150
8.1.1	<i>Flagging – betingede opsjonsavtaler (e-post av 18.08.2004).....</i>	<i>150</i>

# 1. INNLEDNING

## 1.1 GENERELT

Kompendiet består av utdrag fra de vedtak, brev og andre uttalelser som antas å ha interesse fordi de illustrerer fortolkninger eller praksis. Gjengivelsen her er i noen grad tilpasset offentliggjøring blant annet ved anonymisering og tilpasning av overskrifter. Gjengivelsen vil derfor kunne avvike noe fra den nøyaktige teksten, vedtak eller uttalelser. En del uttalelser er gitt pr. epost, 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.

## 1.2 INFORMASJON PÅ [WWW.OSLOBORS.NO](http://www.oslobors.no)

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

Disposisjonen er i hovedsak som tidligere år. Ikke alle de inntatte saker vil bli gjennomgått på børsrettsdagene, men vedlegges likevel for eventuell senere bruk.

Børsklagenemndens vedtak, enkelte av børsstyrets vedtak og børs sirkulærer publiseres i børsens publikasjon: Oslo Børs – Vedtak & Sirkulærer. Denne er tilgjengelig som abonnementsserie, som samles i bokform ved årets slutt. Sirkulærene legges løpende ut på [www.oslobors.no](http://www.oslobors.no). For sirkulærer er det i kompendiet kun inntatt en innholdsversikt.

<http://www.oslobors.no/ob/loverogregler> inneholder også norske og engelske versjoner av relevant regelverk.

The screenshot shows the website <http://www.oslobors.no/ob/loverogregler>. The page features the Oslo Børs logo and the Christiania Securities ASA logo. A navigation menu includes 'Kurser og marked', 'Nyheter', 'Om Børsmarkedet', 'Produkter og tjenester', 'Oslo Børs ASA', and 'Min side'. The current page is 'Om Børsmarkedet / Lover og regler'. A search bar is present with the text 'Oms. obl. ordinære (m) 156,00 Ant. handler 5'. The main content area is titled 'Om lover og regler' and contains the following text:

**Om siden Lover og regler**

**Børs- og verdipapirmarkedet er regulert av en rekke lover og regler gitt av offentlige myndigheter. I tillegg vil tolkingspraksis fra børsen og børsklagenemnden normalt bli vektlagt i nye saker som behandles ved børsen.**

For å lette arbeidet med å finne frem til relevant lovregulering eller tolkingspraksis, er det på siden "Lover og Regler" lagt ut linker til de viktigste lover og forskrifter innen området børs- og verdipapirrett.

På siden finnes også børs sirkulærer, avgjørelser fra børsen og børsklagenemnden, samt andre aktuelle tekster.

Det meste av materialet er lagt ut både på norsk og engelsk.

### 1.3 OVERSIKT OVER BØRSSIRKULÆRER 2004

Nr. 8	Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse (corporate governance)
Nr. 7	Avgifter gjeldende fra 1. januar 2005
Nr. 6	Oppfølging av anbefaling for tilleggsinformasjon vedr. overgang til IAS/IFRS
Nr. 5	God børsskikk ved gjennomføring av transaksjoner der aksjonærene risikerer å lide tap ved passivitet
Nr. 4	Offentliggjøring av annonser mv i forbindelse med prospektpliktige tilbud vedrørende omsettelige verdipapirer
Nr. 3	Innsending av skjema for status åpne lån
Nr. 2	Noteopplysninger om finansiell markedsrisiko og bruk av finansielle instrumenter
Nr. 1	Anbefaling for tilleggsinformasjon vedr. overgang til IAS/IFRS

Sirkulærene finnes på <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

## 2. EMI SJONSKONTROLL OG PROSPEKTPLIKT

### 2.1 OVERSIKT OVER KONTROLLERTE PROSPEKTER OG TILBUKSDOKUMENTER I 2004

<b>OVERSIKT OVER KONTROLLERTE PROSPEKTER OG TILBUKSDOKUMENTER I 2004</b>		
Selskap	Type øvelse	Godkj.brev
Avantor	Pliktig Tilbud Fra Rasmussen	19.01.2004
Industrifinans Næringsseidom	Pliktig Tilbud Fra Rasmussen	19.01.2004
Sinvest	Rettet Emisjon (Rep Øvelse)	10.02.2004
Frontier Drilling	Pliktig Tilbud Fra Frd Holding(?)	17.03.2004
Stolt Offshore	Rettet Emisjon Og Konvertering Av B-Aksjer	15.03.2004
Opera Software	Introduksjonsprospekt	04.03.2004
Norsk Hydro	Nedsalg Yara Aksjer	09.03.2004
Kenor ASA	Frivillig Tilbud Fra Guinor	04.03.2004
Helgeland Sparebank	Fortrinsrettemisjon	24.03.2004
CorrOcean	Rettet Emisjon Og Videresalg	17.03.2004
Nye Aker Kværner	Introduksjonsprospekt, Emisjon	22.03.2004
Catch Communications	Introduksjonsprospekt, Emisjon	17.03.2004
Fred Olsen Energy	Utstedelse Og Notering Av Konv Lån	Renteavd.
Guinor	Introprospekt Og Tilbudsdokument	29.04.2004
Green Reefers	Fortrinsrettemisjon	13.04.2004
Petrolia Drilling	Rettet Emisjon Og Rep.Emisjon	19.04.2004
Kværner ASA	Frivillig Ombyttingstilbud	11.06.2004
Mamut ASA	Introduksjonsprospekt, Emisjon	03.05.2004
Findexa Limited	Introduksjon, Emisjon, Videresalg	07.05.2004
Medi-Stim ASA	Introduksjon, Emisjon, Videresalg	03.05.2004
Norman ASA	Fisjonsprospekt (Ibas Holding)	29.04.2004
Aker Yards ASA	Introduksjonsprospekt, Videresalg	16.06.2004
Stolt Offshore	Reparasjonsøvelse	13.05.2004
Medfjorden	Fusjonsprospekt	07.06.2004
Teco Coating Services	Introduksjon, Videresalg	18.06.2004

CanArgo	Rettet Emisjon	06.06.2004
Privatbanken	Introduksjonsprospekt	06.07.2004
Axxessit ASA	Introduksjonsprospekt	08.06.2004
Conseptor ASA	Introduksjonsprospekt	23.jun.04
TFDS ASA	Rettet Emisjon + Offentlig Emisjon	23.06.2004
Technor ASA	Rettet Emisjon + Offentlig Emisjon	09.07.2004
Camillo Eitzen & Co	Offetlig Emisjon Og Intro.Prospekt	28.05.2004
Exsense ASA	Emisjon Ifm Oppkjøp	12.07.2004
Sinvest	Konv. Obl. Lån	Renteavd.
Pan Fish ASA	Refinansiering/Emisjon	10.04.2004
Odfjell Invest Limited	Introduksjonsprospekt	08.09.2004
Eucanor ASA	Fusjonsprospekt	30.09.2004
Aker ASA	Introduksjonsprospekt	04.10.2004
Rieber Shipping ASA	Fisjonsprospekt	03.01.2005
Hjellegjerde ASA	Fortrinnsrettsemisjon	22.09.2004
Kredittbanken	Tilbud, Frivillig	05.10.2004
Aktiv Kapital ASA	Rettet Emisjon	10.04.2004
Active 24 ASA	Introduksjonsprospekt	03.11.2004
Bjørge ASA	Introduksjonsprospekt	22.11.2004
PA Resources AB	Rettet Emisjon	07.12.2004
Kredittbanken ASA	Pliktig Tilbud	02.12.2004
BN Bank	Frivillig Tilbud	02.12.2004
Nordic American Tanker Shipping	Emisjon I Am. Markedet, Prospekt Etter Bf Kap 18	30.11.2004
Sevan Marine	Introduksjonsprospekt	06.12.2004
RANG/HELG	Fusjonsprospekt	02.12.2004
Tsakos Energy Navigation	Emisjon	
Frontline Ltd	Fisjon Med Notering Golden Ocean Group Ltd	22.12.2004
Siem Offshore	Rettet Emisjon/Rep. Øvelse	22.12.2004
Altinex	Rettet Emisjon/Rep. Øvelse	03.01.2004
Goodtech	Frivillig Tilbudsdokument	20.12.2004
DynaPel	Introduksjonsprospekt	

## 2.2 PROSPEKTPLIKT

### 2.2.1 Verdipapirhandelloven § 5-1 – tilbud om kjøp av lånte aksjer med etterfølgende rettet emisjon (brev 28.12.2004)

Det vises til tidligere samtaler angående prospektplikt etter verdipapirhandelloven kap. 5.

[Verdipapirforetak] ønsker børsens oppfatning med hensyn til om transaksjonsmåten beskrevet nedenfor utløser prospektplikt etter verdipapirhandelloven.

En eller flere aksjonærer låner ut et antall aksjer i selskap A til en tilrettelegger. Aksjene ble utstedt for mer enn 3 måneder siden og har en total verdi på mer enn €40.000. Tilrettelegger henvender seg til mer enn 50 investorer og tilbyr disse å kjøpe aksjene. Aksjene overdras til de investorene som aksepterer tilbudet. Deretter retter selskap A en emisjon mot tilrettelegger som tegner seg for et tilsvarende antall aksjer som ble solgt. Avslutningsvis leverer tilrettelegger tilbake samme antall aksjer til utlånerne som opprinnelig ble lånt fra disse.

Hovedreglene om utarbeidelse av prospekt fremkommer i verdipapirhandelloven § 5-1 som bestemmer følgende:

*"Ved tilbud om tegning av omsettelige verdipapirer som rettes til flere enn 50 personer i det norske verdipapirmarkedet og gjelder et beløp større enn 40.000 euro, skal det utarbeides prospekt etter reglene i dette kapitlet. Tilsvarende gjelder ved første gangs tilbud som nevnt om kjøp av omsettelige verdipapirer som ikke er børsnoterte og hvor det tidligere ikke er utarbeidet prospekt etter dette kapittel. Vedkommende børs, eller Foretaksregisteret ved tilbud som nevnt i [§ 5-8](#), avgjør i tvilstilfelle om flere adskilte tilbud skal anses som ett tilbud.*

*[Første ledd](#) gjelder også for tilbud som gjelder kjøpsretter som gir rett til å erverve et omsettelig verdipapir med mindre tilbudet gir rett til et kontantoppgjør.*

*Ved tilbud om kjøp av verdipapirer gjelder bestemmelsene i [første ledd](#) også børsnoterte verdipapirer, når tilbudet fremsettes før det er gått 3 måneder fra verdipapirene ble utstedt."*

Hensynet bak verdipapirhandelloven § 5-1 er i stor grad investorbeskyttelse. I NOU 1996:2 s. 140 som viser til Rådskonklusjon 89/298 er det uttalt at investering i verdipapirer innebærer risiko i likhet med enhver annen form for investering. For at investorene skal ha det nødvendige vern, er det nødvendig at de settes i stand til å foreta en konkret vurdering av denne risikoen for å kunne ta sine beslutninger om investering på bakgrunn av full kjennskap til realitetene. Emisjonsregler, herunder regler om kontroll med emisjonsprospekter skal sikre at investorene gis den nødvendige informasjon før de foretar sin investeringsbeslutning. Formålet med reglene er å hindre at tegningsmaterialet inneholder uriktige, villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å tegne verdipapirer.

Etter verdipapirloven § 5-1 første ledd, første punktum utløses prospektplikt dersom et tilbud om tegning "rettes til flere enn 50 personer" (ubestemt krets) og "gjelder et beløp større enn 40.000 euro". Det er tilstrekkelig at mer enn 50 personer mottar tilbudet om å tegne aksjer. Hvor mange som faktisk tegner seg er ikke avgjørende. Dette gjelder selv om antall tegnere utgjør mindre enn 50 personer, jfr. NOU 1996:2 s. 146. Tilleggskravet er imidlertid at det samlede tegningsbeløp utgjør mer enn €40.000.

Etter tredje ledd utløses prospektplikt dersom mer enn 50 personer tilbys å kjøpe aksjer til en samlet verdi på mer enn €40.000 derom tilbudet fremsettes før det er gått 3 måneder fra verdipapirene ble utstedt. Bestemmelsen er i første rekke ment som en omgåelsesregel som skal fange opp annenhåndssalg som har sammenheng med en emisjon, for eksempel hvor emisjonen rettes mot et fåtall tegnere som deretter snur seg rundt og tilbyr verdipapirene til salg i markedet, se NOU 1996:2 s. 144. Transaksjoner som normalt fanges opp av denne bestemmelsen er emisjoner som gjennomføres etter internasjonale "underwriting"-modeller, hvor en eller flere "investment bankers" tegner alle verdipapirene for så umiddelbart å videreselge disse til sine kunder, typisk etter å ha forberedt salget gjennom en "book building"-prosess. Et annet eksempel er såkalte "claw back"-ordninger hvor et fåtall større aksjonærer tegner seg i en rettet emisjon, mot å forplikte seg til å selge et visst antall av de nytegnede aksjene forholdsmessig til de øvrige aksjonærene til samme kurs.

Emisjonen som [verdipapirforetaket] beskriver faller strengt tatt utenfor ordlyden i verdipapirhandelloven § 5-1. Første ledd, første punktum omhandler tegning av omsettelige verdipapirer. Investorene i modellen tilbys imidlertid å kjøpe eksisterende aksjer. Aksjene er utstedt for mer enn 3 måneder siden. Således faller transaksjonen også utenfor ordlyden i tredje ledd.

Børsen er likevel av den oppfatning at transaksjonen utløser prospektplikt etter verdipapirhandelloven. Etter børsens mening må hele transaksjonen ses under ett. Det kan ikke være riktig å betrakte forholdet som et isolert annenhåndssalg med en etterfølgende rettet emisjon. Aksjene som utstedes er generiske, og det er i



selskapsrettslig og verdipapirrettslig forstand ingen grunn til å skille mellom de nye og gamle aksjene. Det som i praksis skjer er at investorene som aksepterer tilbudet fra tilrettelegger, samlet øker sine aksjebeholdninger tilsvarende kapitalutvidelsen i selskapet. Verken tilrettelegger eller utlåner av aksjene øker sine aksjeinnehav ved transaksjonen. Ses transaksjonen under ett, fremstår den i realiteten som en offentlig emisjon i selskapet. Hensynene bak prospektreglene om investorbeskyttelse må således komme til anvendelse. At emisjonen isolert sett kun rettes mot tilrettelegger kan ikke tillegges avgjørende vekt. Dette ville ha ført til en uthuling av reglene om at tegnere i offentlige emisjoner skal motta fullstendig tegningsgrunnlag før beslutning om tegning foretas.

Det kan heller ikke få avgjørende betydning at aksjene som leveres til investorene formelt ble utstedt mer enn tre måneder før tilbudet ble fremsatt, jfr. verdipapirhandelloven § 5-1 tredje ledd. Siden det omtrent samtidig med overdragelsen av aksjene til investorene gjennomføres en tilsvarende kapitalforhøyelse i selskapet, fremstår ikke aksjene som "gamle" aksjer. Selskapet øker sin aksjekapital tilsvarende størrelsen på salget. Å legge til grunn at de solgte aksjene er mer enn 3 måneder gamle og således ikke utløser prospektplikt, blir derfor en for formalistisk betraktningssmåte som gir muligheter for omgåelse av prospektpliktreklene. Igjen må derfor realiteten bak hele transaksjonen sett under ett legges til grunn.

Børsens konklusjon er således at det normalt ikke vil være mulig å låne aksjer fra noen større aksjonærer i et selskap, for deretter (eventuelt i forkant) å snu seg rundt og tilby disse til salg hos flere enn 50 personer dersom den totale verdien på aksjene er mer enn € 40.000, uten at tilbudet utløser prospektplikt etter verdipapirhandelloven kap. 5.

### **2.2.2 Nordic American Tanker Shipping Ltd (NAT) - Prospectus requirement secondary listing - Stock Exchange Regulation § 18-1 (brev av 17.11.2004)**

Reference is made to our meeting with Dag Erik Rasmussen 10 November 2004 and the e-mail dated 10 November 2004 on behalf of the company concerning the prospectus requirement in respect of the share issue in the US marked.

Nordic American Tankers Shipping Ltd (NAT) has initiated a public offering of shares in the US market. The Company is listed in the US and has made necessary filings at SEC in respect of the transaction. The company is furthermore secondary listed at Oslo Børs. As the share issue is not directed towards the Norwegian marked the company argues that the prospectus requirement in the Stock Exchange Regulation (SER) is not applicable. Pursuant to § 18-1 of the SER, a prospectus shall be published if the share issue exceeds 10% of the listed share capital of the company. NAT's share capital prior to the offering is app. 9 million shares, and the public offer will add up app. 2,4 million new shares thus exceeding the 10% threshold. The number of shares registered in the VPS is 74,180 which amounts to app. 0,75% of the total share capital prior to the share issue.

According to NAT, only the VPS registered shares are considered to be listed at Oslo Børs. The new shares will only be offered in the US marked and will not be registered in the VPS. Accordingly, the new shares will not be listed on Oslo Børs, thus, the 10 % threshold will not be exceeded and the prospectus requirement will not apply. This opinion is supported by Article 23 3) of Directive 34/2001, on which SER §18-1 is based, that requires a prospectus to be made only if the shares to be issued shall be listed at the stock exchange.

Pursuant to the Directive 34/2001 art 49, an application for listing "must cover all the shares of the same class as already issued". The same requirement was set out in the former Stock Exchange Act of 1988, but was not incorporated in SER although required as part of the Directive implementation. Companies that apply for listing have

nevertheless been required to apply for listing of all of the shares in the same class although secondary listed companies are not under an obligation to register all shares in the VPS. Consequently, the assessment on whether a company that applies for listing fulfills the requirements for listing is i.a. based on the total share capital. Any share issue will accordingly be regarded as a listing of new shares at Oslo Børs although the issue is not directed towards the Norwegian marked nor registered in the VPS. The prospectus requirement pursuant to the SER § 18-1 will accordingly apply. Our opinion is also set out in our letter dated 4 October 2004.

As the new shares will not be issued in the Norwegian marked or registered in the VPS, the listing at Oslo Børs will be considered to be simultaneously with the listing in the US. Thus, the prospectus shall, pursuant to SER §18-2 be made available not later than 12.00 the day prior to listing, unless Oslo Børs decides otherwise. Listing will take place 19 November 2004, thus a prospectus shall, unless exception is granted, be published not later than 18 November 2004. Exception pursuant to SER § 18-2 has been granted in our letter dated 12 November 2004.

### **2.2.3 Spørsmål om prospektplikt, bf § 18-1 (3. ledd) én eller flere emisjoner (e-post av 26.02.2004)**

Det vises til Deres henvendelse i e-mail datert 24. februar 2004. Vi legger følgende faktiske forhold til grunn for vårt svar:

Det børsnoterte selskapet A ASA skal kjøpe selskap B AS. Betalingen er delt i 1) grunnvederlaget på MNOK 50 og 2) tilleggsvederlaget på MNOK 0-20, avhengig av årsresultatet for B AS i 2004. Av grunnvederlaget skal MNOK 40 gjøres opp ved utstedelse av aksjer i A ASA. Når det gjelder tilleggsvederlaget så er det opp til A ASA om dette skal ytes kontant eller ved utstedelse av nye aksjer i A ASA. Vi legger til grunn at grunnvederlaget skal betales i rimelig nær fremtid, mens tilleggsvederlaget eventuelt blir å betale vår/sommer 2005.

Formelt sett vil det bli gjort en emisjon av nye aksjer i A ASA ved betaling av grunnvederlaget. Denne emisjonen vil etter det opplyste i seg selv ikke overstige 10 % av A ASAs aksjekapital. Dersom det er grunnlag for betaling av tilleggsvederlag på bakgrunn av B AS' årsregnskap og A ASA bestemmer seg for å betale dette ved nyutstedelse av aksjer i A ASA vil dette så vidt vi forstår formelt gjennomføres ved en ny emisjonsbeslutning vår/sommer 2005.

Formelt foreligger det to separate emisjonsbeslutninger som hver for seg ikke overstiger 10 % grensen i børsforskriften § 18-1. Spørsmålet er da om Oslo Børs ser noen grunn til å behandle emisjonene som én kapitalforhøyelse jf bf § 18-1 tredje ledd. På den ene side er begge emisjonene oppgjør for samme kjøp, og således nært knyttet til hverandre. På den annen side er den andre emisjonen frem til årsregnskapet for 2004 er ferdigstilt usikker. Både om det vil bli gjort en ytterligere emisjon og eventuelt hvor stor denne vil bli, er usikkert. Den andre emisjonen skal gjennomføres lenge etter første emisjon, så vidt vi forstår. På grunn av den store usikkerhet som knytter seg til hvorvidt den andre emisjonen vil bli gjennomført og om den eventuelt blir så stor at 10 % grensen totalt overskrides vil det uansett ikke være naturlig å pålegge prospektplikt ved gjennomføringen av den første emisjonen etter vår oppfatning. Dersom man eventuelt ville pålegge prospekt plikt for begge emisjoner når den andre emisjonen gjennomføres ville et slikt prospekt ikke oppfylle det formål som ligger bak prospektreglene i børsforskriften § 18-1. Den første og største emisjonen er jo da gjennomført for lang tid siden, og informasjonsverdien av et slikt prospekt vil være minimal.

Oslo Børs vil derfor i henhold til ovennevnte betingelser ikke anse de to emisjoner å være én kapitalforhøyelse jf bf § 18-3 tredje ledd.

Dersom A ASA velger å benytte egne aksjer i oppgjøret for B AS vil ikke disse aksjene tas med i beregningen av 10 % grensen i § 18-1 første ledd.

Vi viser imidlertid til at A ASA må vurdere om det kan foreligge prospektplikt iht børsforskriften kap 19a.

Videre viser vi til at selskapet må sørge for å overholde den informasjonsplikt som følger av kap 5 i børsforskriften og vi viser i denne sammenheng spesielt til bf § 5-3 som gjelder ved erverv av virksomhet, på visse nærmere betingelser.

Vi håper ovennevnte var klargjørende. Undertegnede kan kontaktes ved eventuelle ytterligere spørsmål.

#### **2.2.4 Prospektplikt – bf § 18-1 – En eller flere kapitalforhøyelser? (e-post av 12.10.2004)**

(e-post av 08.10.2004 fra advokatfirma hvor problemstillingen beskrives:)

Viser til telefonsamtale. Problemstillingen er som følger:

X ASA planlegger i forbindelse med søknad om opptak til notering å gjennomføre en prospektpliktig offentlig emisjon (og nedsalg). Parallelt tar man sikte på å utstede vederlagsaksjer i forbindelse med et oppkjøp ved en rettet emisjon mot to selgere. Vederlagsaksjene vil etter forhandlinger mellom avtalepartene bli utstedt til samme kurs som den offentlige emisjonen. Emisjonene vil etter planen bli vedtatt på samme tid. Tegningen av vederlagsaksjene vil skje i det styremøtet som vedtar emisjonene, og oppgjør vil skje mer eller mindre samtidig.

Gjennomføring av oppkjøpet mot vederlagsaksjer er gjort betinget av den offentlige emisjonen. Den offentlige emisjonen er imidlertid ikke gjensidig avhengig av at oppkjøpet gjennomføres og vederlagsaksjene utstedes. Oppkjøpet vil utløse informasjonsplikt i prospektet etter børsforskriften § 5-3.

Vederlagsaksjene utgjør imidlertid under 10 % av selskapets aksjekapital. Spørsmålet er om utstedelse av vederlagsaksjene likevel utløser prospektplikt etter børsforskriften § 18-1. Formelt sett er det tale om en selvstendig emisjon som ikke utløser prospektkrav. Problemstillingen blir dermed om Oslo Børs i medhold av børsforskriften § 18-1 tredje ledd eller verdipapirhandelloven § 5-1 første ledd siste punktum vil anse den offentlige emisjonen og utstedelse av vederlagsaksjene som en kapitalforhøyelse. Den praktiske konsekvens blir - uavhengig av hvilken hjemmel som anvendes - at prospektet også må tilfredsstille § 18-3 for den rettede emisjon der vederlagsaksjene utstedes.

I Vedtak og uttalelser 1999 s. 15 er det under henvisning til forarbeidene vist til at børsens hjemmel til å avgjøre om to emisjoner er å anse som en emisjon særlig tar sikte på å fange opp omgørelser. Den samme vurdering er lagt til grunn i Oslo Børs' brev vedrørende Amersham PLC 27. januar 2004.

Bergo, Børs- og verdipapirrett, 2. utg 2004 s. 198 antar i forhold til adgangen til å anse to emisjoner som én at børsen

"nok [må] ha visse holdepunkter for at det er snakk om en planlagt omgåelse før dette kan bli aktuelt, men er vilkårene identiske og emisjonene kort tid etter hverandre og eventuelt også gjensidig avhengig av hverandre, er det plass for gjennomskjæring."

I denne saken er oppdelingen klart nok ikke utslag av noen omgåelseshensikt. Selv om emisjonene har samme tegningskurs og gjennomføres omtrent samtidig, tjener de helt ulike formål. Emisjonene er ikke gjensidig avhengig av hverandre. Årsaken til at de gjennomføres samtidig er rent praktiske forhold, og ikke noen underliggende sammenheng.

Vår konklusjon er således at det ikke skulle være grunnlag for å anse den rettede emisjonen og den offentlige emisjonen som en emisjon. Av hensyn til å unngå uklarheter i prospektkontrollen, imøteser vi imidlertid Oslo Børs' vurdering av spørsmålet.

-----  
Børsens svar:

På bakgrunn av de opplysninger som gis om de planlagte emisjonene kan vi ikke se at det foreligger prospektplikt for vederlagsaksjene etter bf. kap 18. Det forutsettes at det heller ikke er prospektplikt etter vphl. kap. 5.

Det forutsettes imidlertid at det gis informasjon om oppkjøpet og virksomheten i tråd med opplysninger som skal gis etter kap. 15 mv. og bf. § 5-3.

## **2.3 PROSPEKTERS INNHOLD OG FORM**

### **2.3.1 Emisjon i Helgeland Sparebank – tegningsfrist ikke i samsvar med vedtak (e-post av 14.03.2004)**

Det vises til Deres notat av 12. d m, og flere samtaler senest i kveld.

Vedlagt våre vurderinger i saken så langt. Som det fremgår er konklusjonen at tegningsperioden ikke er i samsvar med forstanderskapets vedtak, og at styret ikke har anledning til å treffe vedtak innenfor dette. Det er helt klart at prospektet ikke kan godkjennes slik det nå lyder. Et spørsmål er imidlertid om det er mulig å reparere mangelen med utførlige beskrivelser i prospektet. Alternativene vil være å treffe nytt forstanderskapsvedtak, eller følge den vedtatte tegningsfristen.

#### Børsens vurderinger

Allmennaksjeloven § 10-1 annet ledd nr. 5 (som gjelder tilsvarende for sparebanker etter grunnfondsbevisforskriften) angir at generalforsamlingens beslutning om kapitalforhøyelse må angi "fristen for å tegne aksjene".

Forstanderskapet har fattet følgende vedtak: "Grunnfondsbevisene må tegnes innen 01.05.2004...". Ifølge prospektet skal tegningsperioden være fra 17. til 31. mars 2004.

Beslutningene innebærer forhøyelse av kapitalen fra NOK 12.500.000 til minimum NOK 125.000.000 (fortrinnsrettsemisjonen) pluss en mindre ansatteemisjon. Forhøyelsen ligger således langt utenfor det styret kan gis fullmakt til å beslutte.

To spørsmål oppstår:

1. Kan styret gis fullmakt til å fastsette den nærmere tegningsperiode innenfor en maksimumsfrist satt av forstanderskapet?

Utgangspunktet er at de beslutninger som skal fattes etter asal § 10-1 (2) neppe kan delegeres til styret. Andenæs skriver (s. 391):

I mangel av slik fullmakt [styrefullmakt etter asal § 10-14] synes loven å forutsette at generalforsamlingen selv må treffe avgjørelse om alle de punkter som er nevnt i ...asal § 10-2 annet ledd. For allmennaksjeselskaper er det nå gjort et særlig unntak ved at styret kan få fullmakt til senere å fastsette tegningskursen innenfor en øvre og nedre grense som skal angis i beslutningen, asal § 10-1 annet ledd nr. 3. [...] Det syn på delegasjonsspørsmålet som er lagt til grunn her, er i samsvar med lovens alminnelige system når spesialbestemmelser i loven legger beslutningsmyndigheten til et bestemt organ. Myndigheten kan da ikke delegeres."

Tilsvarende synspunkter er på generelt grunnlag gjort gjeldende av Aarbakke på s. 256.

Birkeland anfører imidlertid at det ikke fremkommer klart av allmennaksjelovens om generalforsamlingen må fastsette den konkrete frist, eller en maksimumsfrist som styret må holde seg innenfor. Han henviser også til forstanderskapets adgang til å gi styret fullmakt til å forhøye aksjekapitalen, men dette siste er vel ikke så treffende emisjonenes størrelse tatt i betraktning (jf. ovenfor).

Etter ordlyden ("fristen for å tegne aksjene") synes det vanskelig å hevde at styret kan gis fullmakt til å fastsette tegningsfristen innenfor en av generalforsamlingen fastsatt maksimumsfrist. I tråd med lovens system ville det riktige i tilfelle vært at delegeringsadgangen ble presisert uttrykkelig. Jeg har foretatt en rask gjennomgåelse av forarbeidene, og heller ikke der funnet noe holdepunkt for en slik delegeringsadgang. Omtalen av bestemmelsen synes snarere å bygge på den forutsetning at det er den faktiske tegningsfristen skal bestemmes av generalforsamlingen.

I juridisk teori skriver Andenæs imidlertid på s. 398 ved behandling av bestemmelsen at "[e]n maksimumsfrist for tegning [alltid] skal ... angis." Hva han mener med termen "maksimumsfrist" fremgår ikke, og han omtaler ikke på noe punkt en delegeringsadgang til styret. Aarbakke drøfter heller ikke problemstillingen direkte, men det har en viss interesse at det i forbindelse med fristen for melding til Foretaksregisteret i asal/asal § 10-9 (som er tre måneder etter tegningsfristens utløp) uten videre legges til grunn at tegningsfristen er den frist som er fastsatt i generalforsamlingens beslutning, jf. Aarbakke s. 573. Antagelig har Andenæs ment siste frist.

På denne bakgrunn har forstanderskapet etter min oppfatning neppe rettslig adgang til å delegere til styret å fastsette tegningsfristen innenfor en maksimumsfrist. Tolkningen bygger imidlertid i hovedsak på slutninger fra ordlyden, og kan vel kanskje ikke sies å være 100 % sikker.

2. Forutsatt ja på spørsmål 1 (delegeringsadgang): Har forstanderskapet delegert myndighet til å fastsette tegningsperioden til styret?

Ifølge Birkeland var det klart for forstanderskapet at 1. mai 2004 kun representerte en ramme for tegningsperioden, og at styret la opp til at tegning skulle skje fra 17. til 31. mars 2004, jf prospektet. Det kom ikke protester mot dette fra forstanderskapet til tross for en klar redegjørelse fra Birkeland selv. Vedtakets ordlyd ("må tegnes innen") anføres også til støtte for at forstanderskapet kun mente å fastsette en ramme for tegningsfristens lengde, og ikke den nøyaktige tegningsfrist.

Fra Andenæs s. 220 hitsettes:

"Generalforsamlingen utøver sin myndighet gjennom beslutninger. Uttalelser som fremkommer på generalforsamlingen uten å munne ut i en beslutning, kan det etter omstendighetene være ønskelig at de underordnede organer tar hensyn til, men de er ikke juridisk bindende."

Det står ikke i forstanderskapets vedtak at styret har fullmakt til å fastsette en tegningsperiode med tegningsfrist som utløper før 1. mai 2004. Forstanderskapets vedtak kan imidlertid hevdes å bygge på en slik forutsetning, jf. det beslutningsgrunnlag forstanderskapet fikk forelagt. En slik forutsetning er neppe noen gyldig fullmaktsbeslutning.

Det kan på denne bakgrunn stilles store spørsmålstegn ved gyldigheten av styrets vedtak om å avslutte tegningsperioden 31. mars 2003.

Dersom fortrinnsrettene får betydelig verdi - noe tilrettelegger vel har antatt at kan skje - kan spørsmålet komme på spissen for grunnfondsbevisiere som innleverer tegningsblankett kortere eller lengre tid etter tegningsfristens utløp. Kanskje litt teoretisk, men ikke mindre ubehagelig hvis det skulle skje.

En åpenbar løsning er at tegningsperioden forflyttes (evt. utvides) til 1. mai 2004. Men banken trenger vel pengene raskere enn som så. Et alternativ kan derfor være å innkalle forstanderskapet på nytt for å treffe et vedtak i samsvar med det som er opplyst å være intensjonen kombinert med en utsettelse av tegningsstart.

På den annen side er det vel ingen direkte skadelidende i saken (forutsatt at man finner en løsning for evt. tegninger som måtte komme inn før 1. mai 2004). Bankens advokat må stå inne for gyldigheten av vedtakene ved sin erklæring, og bærer risikoen for at Brønnøysund nekter registrering.

På bakgrunn av asal § 10-9 først ledd er det vel tvilsomt at en emisjon kan meldes for registrering før den tegningsfrist som fremgår av generalforsamlingens (forstanderskapets) beslutning er utløpt, og i tilfelle kan banken like godt utvide tegningsperioden til 1. mai.

Med mindre prospektet endres slik at tegningsperioden avsluttes som angitt i vedtaket, eller forstanderskapet endrer sitt vedtak, ber vi om forslag til løsninger hvorledes dette kan omtales i prospektet slik at 1) usikkerheten knyttet til registrering før fristens utløp håndteres, 2) usikkerheten knyttet til tegningsberettigedes tegninger mellom den frist som er angitt i prospektutkastet og i vedtaket.

Vi avventer tilbakemelding.

### **2.3.2 Canargo Energy Corporation – Norsk prospekt basert på amerikansk prospekt ("wrap-around") (e-post av 11.06.2004)**

Det vises til telefonsamtaler onsdag og torsdag vedrørende innsendt prospektutkast i forbindelse med planlagt emisjon i Canargo Energy Corporation.

Børsen er anmodet om å bekrefte våre tilbakemeldinger på prospektets struktur skriftlig. Oslo Børs' kontroll av prospekter skjer med hjemmel i verdipapirhandelloven § 5-7 og børsforskriften § 14-4. Børsen skal påse at prospektet inneholder de opplysninger som kreves etter lov eller forskrift. Kontrollen foretas med særlig fokus på prospektets formål: å gi det nødvendige grunnlag for at investorene og deres investeringsrådgivere skal kunne foreta en velfundert vurdering av selskapets aktiva og passiva, økonomiske stilling, resultater og utsikter, og av rettigheter knyttet til aksjene, sml verdipapirhandelloven § 5-5 første ledd og børsforskriften § 14-1.

Det følger av ovennevnte at det ikke er likegyldig hvordan de aktuelle opplysninger presenteres. Børsen foretar normalt ikke en full etterprøvelse av opplysningenes tilgjengelighet og prospektets pedagogikk. Det må imidlertid oppstilles visse minimumskrav til hvordan opplysningene presenteres i prospektet. Dette innebærer blant annet at prospektet må ha en systematikk som gjør det enkelt for investor ved bruk av

innholdsfortegnelse eller interne henvisninger å finne de relevante forhold, og at opplysningene ikke må "drukne" i informasjon som ikke er nødvendig for å oppfylle verdipapirhandelens eller børsforskriftens krav.

I den utstrekning det i det enkelte tilfelle finnes nødvendig for å ivareta ovennevnte hensyn, har børsen hjemmel til å stille nærmere krav til prospektets form, jf børsforskriften § 14-3 annet ledd.

Det innsendte prospektutkast tilfredsstillende etter børsens oppfatning ikke de ovennevnte minimumskrav til form. Prospektet er svært omfattende (om lag 400 sider), og består for det vesentlige av vedlegg til den norske "wrappen" (som er på ca 30 sider).

Innholdsmessig står prospektet ved motstrid tilbake for innholdet i vedlegg 3, som inneholder de relevante amerikanske prospekter. Det fremgår av sjekklisten at innholdskravene i børsforskriften er oppfylt på ulike steder i hele prospektokumentasjonen, og det er da også angitt at potensielle investorer må forholde seg til hele prospektet, inkludert alle de syv vedlegg. Noen konsolidert innholdsfortegnelse finnes ikke, og interne henvisninger i prospektet viser for en del til hele vedlegg. Dokumentasjonen synes dessuten på flere punkter å være overlappende.

Oslo Børs kan ikke se at prospektet kan godkjennes med den nåværende struktur.

### **2.3.3 Advokaterklæring i prospekt (e-post av 24.06.2004)**

Det er opplyst at advokaterklæringen er identisk med den som fremgår av selskapets prospekt 30. august 2001. Kvalifikasjonene i advokaterklæringen er imidlertid ikke forklart nærmere, og det er ikke redegjort for at erklæringen etter selskapets oppfatning tilfredsstillende børsforskriftens krav. Erklæringen inneholder etter børsens vurdering begrensninger ut over det som kan anses akseptabelt for å tilfredsstillende vilkåret i børsforskriften § 18-3 pkt 10, jf. at den er gjort "subject to the qualifications, exceptions and limitations set forth herein". Børsen har i den senere tid ved flere anledninger nektet godkjent tilsvarende begrensninger i advokaterklæringer. Det vises eksempelvis til erklæring inntatt i prospekt vedrørende Guinor Gold Corporation 23. april 2004 som etter børsens vurdering på dette punkt er i samsvar med børsforskriftens krav.

Dertil må det fremkomme i erklæringen at advokatene har gjennomgått kopier av de dokumenter man har ansett påkrevet for å kunne utferdige bekreftelsen, og at man ikke har grunn til å bevile dokumentasjonens riktighet eller til å anta at det foreligger ytterligere dokumentasjon som er av betydning, jf Vedtak og uttalelser 1996 s. 12.

### **2.3.4 PGS ASA – restrukturering gjennomført høsten 2003 (Børsens evaluering 21.06.2004 oversendt Kredittilsynet, aktørene og interesserte investorer)**

Notat utarbeidet av Oslo Børs i etterkant av restruktureringen i PGS ASA. Notatet har vært forelagt selskapet, ABG Sundal Collier ASA, Norges Fondsmeglerforbund og Aksjonærforeningen i Norge.

#### **1. Prosessen i hovedtrekk**

Bakgrunnen for saken er de finansielle problemer som oppsto i PGS, i særlig grad fra sommeren 2002. Etter å ha foretatt endringer i styre og ledelse, igangsatte selskapet fra høsten samme år en prosess med sikte på å oppnå en finansiell og operasjonell restrukturering av virksomheten. Selskapet søkte kreditorbeskyttelse under amerikansk konkurslovgivnings kapittel 11 ("chapter 11").

Etter omfattende forhandlinger, inngikk PGS 18. juni 2003 avtale med majoriteten av långiverne og enkelte viktige aksjonærer om refinansiering og restrukturering av selskapet.

Hensikten med restruktureringen var ifølge prospektet utarbeidet i forbindelse med restruktureringstransaksjonene å

- (i) Maksimere verdien til alle interessenter gjennom å maksimere verdien av PGS-konsernet
- (ii) Skape en tilstrekkelig sterk kapitalstruktur som støtter en konkurransekraftig og industriledende virksomhet og er tilpasset selskapets fremtidige kontantstrøm
- (iii) Gi kreditorene noe fleksibilitet i valg av struktur
- (iv) Tillate eksisterende aksjonærer å opprettholde en økonomisk interesse i selskapet

Refinansieringsavtalen og restruktureringsplanen innebar at aksjekapitalen skulle nedskrives til null uten vederlag til eksisterende aksjonærer ut over 800.000 nye aksjer i det reorganiserte selskapet (tilsvarende 4 % av det nye selskapets aksjekapital). Den vesentlige del av selskapets kreditorer fikk valget mellom en refinansieringspakke (A) og en kombinert løsning av refinansiering og tegning av nye aksjer i selskapet (B).

Reorganiseringen innebar utstedelse av 20.000.000 nye aksjer, hvorav 800.000 (4 %) som nevnt skulle tilfalle eksisterende aksjonærer, 1.000.000 (5 %) de såkalte "Existing Junior Subordinated Debentures claims" og de resterende 91 % kreditorer som valgte refinansieringspakke B. Av disse 91 % forpliktet pakke B-kreditorene seg til å videreselge 6.000.000 aksjer (30 %) til eksisterende aksjonærer etter tegning for kjøp. Videresalget var garantert fullt ut av tre større aksjonærer (Umoe Invest AS, CGG, TS Industri Invest AS). Garantistene var forbeholdt 1.500.000 av de 6.000.000 aksjene, slik at 4.500.000 aksjer reelt ble tilbudt eksisterende aksjonærer i videresalget.

Ovennevnte innebar at aksjonærene i PGS automatisk og vederlagsfritt fikk en ny aksje i det reorganiserte selskapet for hver 129,18 aksje vedkommende satt med, samt rett til å kjøpe en ny aksje for ca. hver 23. aksje til kurs USD 14,17 pr. aksje. En aksjonær med 1000 aksjer før reorganiseringen ville følgelig få 7 nye aksjer pluss kjøpsrett til 43 aksjer.

Tegningsperioden i forbindelse med videresalget var satt fra 22. oktober til 5. november 2003, med mulighet for endringer. Det ble ikke foretatt endringer i perioden.

Ex-dagen for aksjesalget var satt til første dag etter utløpet av tegningsperioden (6. november 2003). Samme dag skulle de gamle aksjene slettes og erstattes av nye. Selskapet og dets rådgivere opplyste overfor børsen at dette hadde sin begrunnelse i chapter 11-strukturen. Det avgjørende for retten til å kjøpe aksjer i det reorganiserte selskapet var således at aksjonæren var eier av de opprinnelige aksjene pr. 5. november, og følgelig registrert i VPS senest T+3 dager senere (10. november 2003).

Ettersom ex-dag var første dag etter utløpet av tegningsperioden, ble retten til å kjøpe nye aksjer ikke på noe tidspunkt atskilt fra de underliggende aksjene.

Selskapet og dets rådgivere vurderte det slik i transaksjonens slutfase at aksjenes reelle verdi for det alt vesentlige lå i kjøpsretten, og følgelig at handel i aksjen i perioden frem til 5. november 2003 økonomisk sett langt på vei var å anse som handel i kjøpsretten. Den underliggende aksjen ga kun rett til sin forholdsmessige andel av de 4 % i det reorganiserte selskapet, og hadde således svært begrenset verdi.

Prospektet var datert 14. september 2003, og ble distribuert til selskapets aksjonærer registrert i VPS ca. denne dato. Utkast til prospekt måtte vedlegges chapter 11-søknaden til US Bankruptcy Court, som ble sendt 29. juli 2003. Innkalling til ekstraordinær



generalforsamling og materiale til kreditorene ble sendt ut 15. september 2003. Prospektet ble distribuert samtidig med at innkalling til ekstraordinær generalforsamling ble utsendt fordi dette etter selskapets rådgiveres oppfatning var den beste måten å gi aksjonærene et godt beslutningsgrunnlag i forbindelse med vedtakelse av refinansieringen.

I det følgende presenteres først de påviste uheldige følger av det valgte opplegg (avsnitt 2). Dernest skisseres i avsnitt 3 mulige alternativer som ville ha begrenset/elimineret de uheldige følgene i saken, mens det i avsnitt 4 foretas en kort vurdering av hvorvidt de ulike alternativene er egnet til å danne mer generelle retningslinjer dersom tilsvarende problemstillinger skulle oppstå i fremtiden.

Hvorvidt de skisserte alternativer rent faktisk kunne ha vært benyttet i PGS-transaksjonen, beror på en nærmere vurdering av forholdet til kreditorene og prosessen under chapter 11. Børsen har ikke funnet det formålstjenlig å foreta en nærmere vurdering på dette punkt.

Et utkast til dette notatet er forelagt PGS, tilrettelegger for transaksjonen ABG Sundal Collier samt Norges Fondsmeglerforbund og Aksjonærforeningen i Norge til uttalelse. PGS og ABG Sundal Collier ga i felles brev 4. mars 2004 sine merknader til notatet.

## 2. Uheldige følger

### 2.1 Tap av aksjeverdier ved passivitet

Av ovennevnte følger at aksjonærer som ikke benyttet kjøpsretten som lå i aksjen eller videresolgte aksjen innen 5. november, fikk redusert verdien i sin aksjebeholdning betydelig. De eksisterende aksjonærene i PGS fikk automatisk kun 4 % av aksjene i det reorganiserte selskapet. Aksjonærer som ikke benyttet retten til å kjøpe nye aksjer tapte om lag 78 % av sin aksjeverdi. Børsen kjenner ikke til det samlede antall aksjonærer som unnlot å benytte de tildelte kjøpsretter.

Det var først da gjennomføring av konverteringen nærmet seg at det ble klart hvor stor verdi kjøpsretten ville få. Verdien lå da på NOK 8-9 pr. aksje.

Som nevnt var kjøp av de 4.500.000 aksjene som ble tilbudt eksisterende aksjonærer garantert. Aksjer under de ubenyttede kjøpsretter tilfalt dermed garantistene, som følgelig "profitterte" på at enkelte aksjonærer ikke tegnet seg for kjøp.

Det må imidlertid fremheves at tapet oppsto som følge av at kjøpsrettene – som kreditorene forpliktet seg til å tilby aksjonærene – viste seg å få betydelig verdi. PGS-aksjonærenes opprinnelige aksjeverdi var langt på vei tapt som følge av tap oppstått i selskapets drift. Aksjonærenes "tap" ved ikke å benytte kjøpsretten refererer seg således til manglende benyttelse av et tilbud, og strengt tatt ikke til noen reduksjon av aksjeinvesteringens verdi. Siden kjøpsretten ikke på noe tidspunkt ble skilt fra aksjen, slo imidlertid kjøpsrettens verdi ut på aksjens omsetningskurs i perioden frem til 5. november, og ble således oppfattet av enkelte aksjonærer som en del av aksjenes verdi.

Et sentralt spørsmål er hvilken informasjon PGS-aksjonærene fikk om det ovennevnte.

Mekanismen var beskrevet i prospektet. Prospektet var forfattet på engelsk, men inneholdt i samsvar med praksis et norsk sammendrag. I sammendraget het det blant annet (punkt 13.2 og 13.3):

"Pakke B eierne vil frasi seg retten til å motta 4% av de nye aksjene til fordel for eksisterende aksjonærer, gitt at disse stemmer for restruktureringen.

I tillegg, som presentert i dette prospektet, vil eksisterende aksjonærer bli tilbudt rettigheter til å bestille et slikt antall nye aksjer at disse aksjonærene får økt sin totale eierandel fra 4% til 34%, mot et vederlag på \$85 millioner ("Tilbudet").

[...]

Ved fullføring av restruktureringen vil alle eksisterende aksjer kanselleres og aksjekapitalen reduseres til null, uten vederlag til eksisterende aksjonærer (med unntak av de 800.000 nye aksjene som vil bli distribuert til eksisterende aksjonærer som beskrevet i kapittel 4.1.3 og rettighetene til å bestille øvrige aksjer nye aksjer i henhold til Tilbudet).

[...]

Rettighetene til å bestille nye aksjer kan ikke bli separert fra de eksisterende aksjene og vil således ikke på noe tidspunkt bli børsnotert eller offentlig handlet."

Videre var prosedyren og den økonomiske betydning av å unnlate å benytte kjøpsretten forklart i børsmelding 31. oktober 2003:

"Som eksisterende aksjonær vil du automatisk, og uten å betale for det, motta en ny aksje for hver ca 129,18 eksisterende aksje du eier per 5 november 2003. I tillegg vil du ha rett til å kjøpe 0,04354 nye aksjer for hver eksisterende aksje, tilsvarende rett til å kjøpe en nye aksje for hver ca. 23 eksisterende aksjer du har. Antall aksjer blir rundet nedover til nærmeste hele aksje. Prisen du må betale for aksjene er USD 14,17 per aksje. Dersom du har rett til å kjøpe mindre enn 100 aksjer, kan du betale i NOK basert på en kurs på 7.10 NOK per USD. Dette tilsvarer en pris på NOK 100,61 per ny aksje.

Vær oppmerksom på at en betydelig del av dagens markedspris for de eksisterende aksjer er antatt relatert til verdien av rettighetene. Hvis rettighetene forfaller uanvendte, så forventes det at verdien av aksjene kan synke.

Når ABG Sundal Collier mottar bestillingsskjema og betaling vil de eksisterende aksjene bli sperret på aksjonærens VPS konto.

Dagens aksjer vil bli nedskrevet til null og strøket fra notering ved Oslo børs etter 5. november 2003. De nye aksjene vil bli registrert i VPS med ISIN NO. 001 0199151 og forventes å være omsettelige fra 6. november 2003.

Eksempel

Du eier 1.000 aksjer den 5. november 2003. Du vil automatisk motta 7 nye aksjer uten å foreta deg noe. I tillegg kan du bestille inntil 43 aksjer til en pris av USD 14,17 per aksje, totalt USD 609,31. Du kan velge å betale i NOK til vekslingskursen på 7,10, tilsvarende et totalbeløp på NOK 4.326,10."

Rettslig sett er det ved fremsettelse av tilbud om kjøp av nyutstedte aksjer i annenhåndsmarkedet plikt til å gi all informasjon som er vesentlig for investeringsbeslutningen, jf. verdipapirhandelloven § 5-1 tredje ledd, jf. 2-5 og 5-5, jf. *Bechmann m.fl.*, Verdipapirhandelloven kommentarutgave s. 123. Dette kan ikke antas å gjelde kun utstederselskapets finansielle stilling mv., men i konkrete tilfeller også evt. utvanningseffekt og lignende dersom kjøpsretten ikke benyttes. Hvor gunstig det er å benytte kjøpsretten vil bero på utviklingen i markedet frem mot transaksjonstidspunktet, og kan således vanskelig beskrives nærmere i prospektmaterialet. I dette tilfellet ble det imidlertid i børsmeldingen sitert over presisert at aksjenes markedspris for en betydelig del var antatt relatert til verdien av rettighetene.

Det gjelder imidlertid ikke noe krav til særskilt skriftlig underretning av de berettigede i forbindelse med kjøpsretter, sml. regelen for tegning i førstehåndsmarkedet i allmennaksjeloven § 10-1 tredje ledd.

Det er heller ikke klare regler for hvor lenge før tegningsperioden prospektet kan sendes ut.

Videre gjelder det ikke noe krav til at kjøpsretter skal gjøres omsettelige og tas opp til notering, eller at ubrukte kjøpsretter skal selges til inntekt for de aksjonærer som ikke har benyttet kjøpsrettene, sml. reglene for fortrinnsretter i allmennaksjeloven § 10-4 tredje ledd og børsforskriften § 7-2.

Samlet sett synes på denne bakgrunn informasjonen fra selskapet samt den valgte fremgangsmåte å fylle de formelle rettslige krav.

2.2 Aksjonærer fikk ikke benytte tegningsretten dersom aksjene ikke var overført til vedkommendes VPS-konto senest 10. november 2003

Retten til å kjøpe aksjer var betinget av at utfylt bestillingsskjema var mottatt av ABG Sundal Collier ASA senest 5. november 2003 kl. 16.00 norsk tid – av hensyn til sluttauksjonen utvidet til kl. 16.30 i transaksjonens slutfase, samt at aksjonæren var innført som eier i selskapets aksjeeierregister i VPS senest 10. november 2003.

Betaling måtte skje samtidig med tegning, slik at beløpet var mottatt på ABG Sundal Collier ASAs konto innen nevnte tidsfrist. Dette reiste også visse problemstillinger, ettersom bankenes normale stengetid er 15.00, og tegningsfristen således i realiteten for mange aksjonærer utløp på dette tidspunkt. Denne problemstillingen synes imidlertid ikke å ha vært tatt opp av aksjonærene i etterkant, og behandles derfor ikke nærmere i det følgende.

Aksjonærer som benyttet sin kjøpsrett fikk båndlagt sine aksjer mot videre omsetning.

Spørsmålene tilknyttet fristen for registrering av eierbeholdning i VPS refererer praktisk sett til aksjer som ble omsatt i tegningsperiodens siste fase. Kravet til registrering senest 10. november 2003 følger av den alminnelige oppgjørssyklus i det norske markedet (t + 3) fra 5. november (siste dag i tegningsperioden). Dette poenget kan ikke sees å være særskilt omtalt i prospektet.

I børsmelding 5. november 2003 opplyste selskapet følgende:

"Det gjøres oppmerksom på at alle som kjøper eksisterende aksjer i Petroleum Geo-Services ASA til og med onsdag 5. november 2003 (siste handledag for eksisterende aksjer) og som ønsker å kjøpe aksjer i tilbudet, må forsikre seg om at kjøpte aksjer fysisk er registrert på kjøpers VPS-konto senest mandag 10. november 2003, som er siste oppgjørsdag for eksisterende aksjer. Dersom de eksisterende aksjer ikke fysisk er overført til kjøpers VPS-konto innen mandag 10. november, vil bestilling av nye aksjer i PGS være ugyldig og bli forkastet ved tildelingen. Det minnes om at kjøperne, samt andre aksjonærer som ønsker å kjøpe aksjer, må ha sørget for at et korrekt utfylt bestillingsskjema og betaling er mottatt av ABG Sundal Collier senest kl. 1600 (Oslo) på onsdag 5. november 2003."

Det problematiske med opplegget var at den opprinnelige PGS-aksjen var slettet fra og med 6. november. Følgelig var det ikke mulig for meglere å dekke seg inn med kjøp i markedet dersom det frem mot 10. november skulle vise seg vanskelig å oppfylle levering av enkelte kjøpsordre. Dette kunne eksempelvis skje dersom selger i en transaksjon hadde solgt aksjer uten tilfredsstillende dekning for sin leveringsforpliktelse.

Ettersom meglerne har oppgjørsansvaret overfor sin kunde og motpartens megler, jf. verdipapirhandelloven § 11-1 annet punktum, innebar opplegget i realiteten en risiko for meglere til å pådra seg ansvar dersom de ikke lyktes med å fremskaffe solgte aksjer rettidig. Dette kunne slå særlig sterkt ut i forbindelse med store handler, siden VPS ikke aksepterer dellevering.

Det var ikke satt noen utvidet frist for å skaffe aksjene på kjøpers VPS-konto (ut over T+3). Av frykt for søksmål fra kreditorene eller andre ble heller ikke fristen utvidet da selskapet og dets rådgivere i tegningsperiodens slutfase ble oppmerksom på de nevnte problemstillinger. Selskapet og tilrettelegger kom imidlertid til enighet med VPS om at det skulle foretas en siste dekningskontroll 10. november 2003 kl. 21.00 (normalt kjøres siste kontroll kl. 20.00), og meglere som så grunn til å frykte at handler kunne falle ble tilbudt bistand til å skaffe de nødvendige aksjer.

Etter det børsen har fått opplyst, var det 23 handler/765.000 opprinnelige aksjer som ikke var gjort opp ved 2. oppgjør 10. november (kl. 12.00). Hvor mange av disse som ble gjort opp før siste dekningskontroll er ukjent. Børsen kjenner heller ikke til hvorvidt noen av disse situasjonene vil kunne resultere i erstatningskrav mot meglere eller motparter. Det ble imidlertid i forkant fra minst ett meglerhus fremsatt trusler om søksmål mot andre meglerhus dersom kjøpte aksjer ikke ble levert innen tidsfristen.

Som nevnt innledningsvis, oppsto situasjonen som følge av den ordinære oppgjørssyklus, og kan ikke sees å innebære et brudd mot relevant regelverk. Det forhold at selskapet ikke hadde gjort unntak fra de ordinære oppgjørsregler, var videre neppe et forhold som utløste plikt til å gi informasjon i prospektet.

### 3. Mulige alternativer

#### 3.1 Innledning

Problemstillingen i dette avsnittet er hva som prinsipielt sett kunne ha vært gjort annerledes for å unngå ovennevnte problemer. Det tas ikke stilling til hvorvidt de skisserte alternativer faktisk hadde vært gjennomførbare i PGS-transaksjonen. Hvorvidt noen av de alternativer det redegjøres for etter børsens vurdering burde danne grunnlag for krav i liknende situasjoner i fremtiden drøftes nærmere i avsnitt 4 nedenfor.

#### 3.2 Sikringsmekanismer mot tap av aksjeverdier ved passivitet

##### 3.2.1 Tidspunkt for utsendelse av prospekt

Som nevnt ble prospektet sendt ut sammen med innkalling til ekstraordinær generalforsamling. Ideelt sett burde prospektet ha vært sendt ut på et senere tidspunkt, nærmere opp til tegningsperiodens start. Verdipapirhandelloven krever offentliggjøring av prospektet senest dagen før tilbudet kan aksepteres, jf. § 5-11 første ledd. Prospektet var datert 14. september 2003, mens tegningsperioden startet 22. oktober. Prospektet ble ikke sendt til personer/selskaper som ble aksjonærer i selskapet i den mellomliggende perioden. Disse fikk således kun informasjon om transaksjonen gjennom børsmeldinger.

Alternativt kunne prospektet ha vært sendt ut på nytt når tegningsperioden nærmet seg, eventuelt slik at aksjonærene på dette tidspunkt fikk skriftlig henvendelse med tilbud om å motta prospektet. Nyutsendelse av et ikke-opdatert prospekt kan imidlertid reise særskilte problemstillinger i relasjon til selskapets informasjonsansvar.

Generelt sett er det spørsmål om det burde angis en maksimumsfrist for hvor lang tid før tegningsperioden et prospekt kan distribueres.

I denne sammenheng kan det påpekes at det i forbindelse med fusjon og fisjon kreves utsendelse av prospekt "senest samtidig med innkallingen til generalforsamling for behandling av forslaget til fusjon [fisjon]", jf. børsforskriften § 17-2 og 19-2.

Dertil kommer at det uansett gjelder plikt til å utarbeide tillegg til prospektet dersom det i perioden fra offentliggjøring av prospektet til tidspunktet for tegningsperiodens endelige utløp oppstår nye omstendigheter eller vesentlige unøyaktigheter som kan få betydning for vurderingen av verdipapirene, jf. verdipapirhandelloven § 5-5 annet ledd, sml. også børsforskriften § 14-6.

### 3.2.2 Prospektspråk

Et annet alternativ hadde vært å utarbeide et fullstendig prospekt på norsk. Det har vært anført at det tilsendte prospekt var tungt tilgjengelig for norske småaksjonærer, ikke minst som følge av at hovedteksten i dokumentet var på engelsk. Verdipapirhandelloven § 5-5 tredje ledd gir børsen hjemmel til å kreve at prospekt utarbeides på norsk. Prospektet hadde imidlertid i samsvar med alminnelig praksis et sammendrag på norsk. Børsmeldingene fra selskapet i transaksjonens slutfase ble også oversatt til norsk, til tross for at PGS har tillatelse til å gi opplysninger på engelsk, jf. børsforskriften § 23-5 annet ledd. Som det fremgår i punkt 2.1 over, var børsmeldingene mer veiledende enn prospektet med hensyn til kjøpsrettens verdi. Hvorvidt oversettelse av prospektet til norsk hadde medført at flere enkeltaksjonærer hadde benyttet kjøpsretten eller solgt aksjene i tide, er således tvilsomt. Et prospekt som det foreliggende fremstår uansett som omfattende og relativt tungt tilgjengelig, uavhengig av språkform. På prospekttidspunktet var det dessuten ikke kjent at kjøpsrettene skulle få så stor verdi, og prospektet inneholdt følgelig ingen informasjon om dette.

### 3.2.3 Skriftlig underretning til aksjonærene

Videre kunne det ha vært rettet en skriftlig underretning til samtlige aksjonærer i forkant av tegningsperioden start i form av et brev eller lignende. Innholdsmessig ville det i tilfelle ha vært naturlig at underretningen som et minimum tilfredsstilte kravene i allmennaksjeloven § 10-1 tredje ledd: en angivelse av hva aksjonærene skulle gjøre dersom de ville bruke kjøpsretten, og den relevante frist. Muligens kunne det også ha vært skrevet noe om selskapets vurderinger av kjøpsrettens verdi, samt evt. et tilbud om å motta det utarbeidede prospekt, jf. punkt 3.2.1 over.

I forlengelsen av dette kunne det også ha vært gitt underretning til aksjonærer som kjøpte aksjer i løpet av tegningsperioden. I tilfelle måtte ex-dagen ha vært fremskyndet (eller tegningsperioden utvidet), slik at også aksjonærer som kjøpte aksjer på siste dag før ex-dagen kunne bli tilskrevet og få anledning til å gjøre gjeldende kjøpsretten. Dette ville med andre ord nødvendiggjøre en utskilling av kjøpsretten fra den underliggende aksjen, noe som forutsetningsvis ikke var mulig i PGS-transaksjonen.

PGS og ABG Sundal Collier gjør i brevet 4. mars 2004 gjeldende at den største utfordringen synes å ha vært at enkelte aksjonærer ikke forsto at kjøpsrettene utgjorde en så vidt stor del av aksjenes verdi. Det viktigste tiltak var således å gjøre investorene klar over verdien av kjøpsrettene, jf. formuleringer rundt dette i prospektet (punkt 4.1.6), samt børsmeldingen 31. oktober 2003. En skriftlig påminnelse til alle aksjonærer i forkant av tegningsperioden ville etter PGS' og ABG Sundal Colliers oppfatning trolig bare hatt marginal effekt på utfallet av transaksjonen.

### 3.2.4 Fremskyndelse av ex-dag

Dersom det hadde vært mulig å skille kjøpsretten fra den underliggende aksjen, kunne ex-dagen vært satt til et tidligere tidspunkt, enten forut for eller i løpet av tegningsperioden. Etersom kjøpsretten var antatt å ha betydelig verdi, skulle følgene av en slik fremgangsmåte være at aksjekursen ville falle markert fra det tidspunkt aksjen

ble handlet ex kjøpsretten. Dette vil synliggjøre for aksjonærene verdien av kjøpsretten, og gi et incentiv til å benytte retten.

Ifølge brevet fra PGS og ABG Sundal Collier måtte aksjonærene som hadde rett til å kjøpe aksjer i videresalget være de samme som aksjonærene ved uttreden av chapter 11. Følgelig kunne kjøpsretten som utgangspunkt ikke skilles fra den underliggende aksjen. Som følge av at man i amerikansk terminologi må ha tatt levering i en aksje for å kunne akseptere et tilbud knyttet til denne, gikk ADS'ene imidlertid ex. kjøpsrett allerede tre dager før tegningsfristens utløp. Følgelig vurderer PGS og ABG Sundal Collier det nå slik at også PGS-aksjen kunne ha gått ex tre dager før tegningsperiodens utløp.

Hvor stort kursutslaget rent faktisk ville ha blitt, beror på hvorvidt og hvor raskt markedet hadde tatt de økonomiske realiteter inn over seg. I en så likvid og omtalt aksje som PGS, må det antas at markedet raskt ville justert ned aksjekursen dersom denne hadde gått ex.

Forutsetningen for at fremgangsmåten ville ha avhjulpet problemet i forhold til de passive småaksjonærene er imidlertid at aksjen hadde gått ex så lang tid før tegningsperiodens utløp at også aksjonærer som ikke fulgte markedet tett hadde rukket å tegne seg for kjøp av de nye aksjene.

Det relevante krav er på denne bakgrunn at kjøpsrett eller andre rettigheter skilles fra den underliggende aksje, og at aksjen går ex i god tid før tegningsperiodens utløp.

### 3.2.5 Krav om å gjøre kjøpsrettene omsettelige og salg av ikke-benyttede kjøpsretter

Dersom kjøpsrettene kunne skilles fra aksjene, kunne selskapet også vært pålagt å gjøre kjøpsrettene omsettelige, samt å sørge for salg av ikke-benyttede kjøpsretter. I fortrinnsrettsemisjoner kan børsstyret gi selskapet slike pålegg, med den følge at verdien kommer aksjonærer som ikke har benyttet fortrinnsrettene til gode, jf. allmennaksjeloven § 10-4 tredje ledd, fjerde punktum.

Den klare hovedregel er at fortrinnsretter gjøres omsettelige og tas opp til notering (jf. børsforskriften § 7-2 første ledd), uten formelle pålegg fra børsens side. Salg av ikke-benyttede fortrinnsretter er langt sjeldnere, men praktiseres undertiden i helt spesielle tilfeller, for eksempel for utenlandske aksjonærer som etter sin nasjonale rett er forhindret fra å delta i fortrinnsrettsemisjoner.

PGS og ABG Sundal Collier påpeker at salg av ubenyttede kjøpsretter gjerne benyttes der enkelte aksjonærer er rettslig forhindret fra å motta kjøps/tegningsretter, og at rettene som regel blir solgt i forkant av fristen for å kjøpe/tegne aksjer. Salg av slike retter etter fristen for å bestille aksjer anses generelt som lite praktisk.

Tilsvarende prinsipper kan anvendes til sikring av småaksjonærer i forbindelse med kjøpsretter eller andre tilknyttede rettigheter, jf. børsforskriften kapittel 7a. Av de skisserte alternativer gir en ordning med salg av ikke-benyttede retter den beste sikringen mot tap på aksjonærenes hånd. I et tilfelle som det foreliggende, hvor det først etter utløpet av tegningsperioden ble klart hvem som ikke hadde benyttet tegningsrettene, er det vanskeligere å se for seg salg av de ikke-benyttede rettighetene.

### 3.3 Sikring av forsvarlige oppgjørsmekanismer

Problemet mht oppgjørsrutinene var først og fremst en følge av at aksjene ikke kunne handles på og etter ex-dagen. Ex-dagen for aksjene var som nevnt satt til første dag etter utløpet av tegningsperioden. Denne dagen ble de opprinnelige aksjene slettet og erstattet av nye aksjer. Dersom de opprinnelige PGS-aksjene kunne ha vært handlet i en viss periode ex kjøpsrett, ville det vært mulig å skaffe aksjer i markedet for inndekning

av ikke-oppfylte kjøpsordre frem mot T+3 etter siste dag med handel inkl. kjøpsrett. En slik løsning forutsetter imidlertid utskilling av kjøpsretten fra aksjen.

Problemet kunne alternativt ha vært redusert ved å gi investorene en noe forlenget frist til å få aksjene inn på konto (for eksempel T+4 eller T+5) dersom levering fra selger av noen grunn ikke skulle finne sted rettidig.

En forlenget frist som nevnt ville også ha redusert eventuelle problemer knyttet til avgjørelsen av hvem som var berettiget til automatisk tildeling av aksjer i det reorganiserte selskapet (de 4 %). For tildeling av disse aksjene ville det avgjørende fremdeles være hvem som var eier av de opprinnelige aksjene siste handelsdag. En annen sak er at spørsmålet om tildeling av de 4 % naturlig nok ikke har vært viet samme oppmerksomhet som tildeling av kjøpsrettene, ettersom den vesentlige verdi lå i kjøpsrettene.

PGS og ABG Sundal Collier fremholder at det ikke var noe uforholdsmessig stort antall falte handler den aktuelle dagen, og en god del av de falte handlene ble etter det de er kjent med gjort opp i løpet av oppgjørsdagen. De har også mottatt signaler om at enkelte handler som ikke kunne gjøres opp ble gjort opp i nye PGS-aksjer. PGS og ABG Sundal Collier betviler at særlig flere handler ville blitt gjort opp om man hadde utvidet oppgjørstiden med en dag eller to.

#### 4. VURDERING

##### 4.1 Utgangspunkter

Som nevnt synes PGS' fremgangsmåte overfor aksjonærene å ha ligget innenfor rettslig akseptable rammer. Transaksjonen overfor aksjonærene var strukturert som et videresalg, og de krav som gjelder i forbindelse med fortrinnsrettsemisjoner kom således ikke direkte til anvendelse.

På tross av dette, har det i etterkant av transaksjonen blitt fremsatt kritikk, blant annet fra enkelte småaksjonærer. Aksjonærforeningen og Fondsmeglerforbundet har dessuten varslet at de vil foreta en nærmere gjennomgang av saken. Kritikken har i første rekke gått på det faktum at mange småaksjonærer tapte penger ved ikke å benytte kjøpsrettene sine, og til dels også på fremgangsmåten for oppgjør.

I media synes selskapets fremgangsmåte gjennomgående å ha fått støtte, både på kommentarplass og fra ulike "eksperter". Synspunktet synes å være at man ikke kan kjøpe aksjer "i blinde", og at aktører i aksjemarkedet må forutsettes å følge med på børsmeldinger mv.

I det følgende foretas en kort vurdering av hvorvidt det med bakgrunn i PGS-saken bør oppstilles supplerende krav i liknende situasjoner i fremtiden. Det mest naturlige hjemmelsgrunnlaget for slike krav vil trolig være børsforskriftens bestemmelse om god børsskikk, jf. § 22-1. I PGS-saken ble de aktuelle aksjer tilbudt for kjøp av kreditorene, og ikke av utstederselskapet direkte. Eventuelle krav med sikte på sikring av minoritetsaksjonærer bør imidlertid trolig pålegges utstederselskapet, som eventuelt må sikre oppfyllelse av sine forpliktelser ved avtaler med involverte tredjemenn.

##### 4.2 Grunnleggende hensyn

PGS-saken kan sees på som en nyttig lærdom for mange aktører i aksjemarkedet. Det kan generelt sett føres argumenter for at det ikke skal oppstilles skjerpede krav dersom liknende situasjoner skulle oppstå i fremtiden. Avveiningen av hvor langt børsen skal være "de passive småinvestorenes vokter" er i utgangspunktet nedfelt i lov og forskrift, herunder informasjonsplikten og det generelle likebehandlingsprinsipp. Det kan være betenkelig å skrive inn ytterligere krav, ettersom ethvert tiltak i slik retning kan øke

passive minoritetsaksjonærs forventning om å bli fulgt opp fra selskapet under overvåkning av børsen. Aksepteres først at aksjonærer som ikke leser prospekter og børsmeldinger har krav på beskyttelse ut over det som fremgår av lovverket, er det vanskelig å angi nøyaktige yttergrenser. Det er enklere å forsvare et standpunkt om at hovedprinsippene på dette felt er fastsatt av lovgiver enn å forsvare en senere grensdragning basert på børsens mer skjønnsmessige vurderinger.

Ovennevnte gjelder uavhengig av om børsforskriftens god børsskikk-bestemmelse gjør hjemmelsspørsmålet for supplerende krav uproblematisk.

På motsatt side kan det anføres at hendelsen har svekket en større eller mindre gruppe av småinvestorers tillit til børsen som et trygt sted å foreta investeringer. Alle investorer må antas å være kjent med at investeringer i aksjemarkedet kan tapes ved kursfall, og at selskaper i ytterste konsekvens kan gå konkurs. Det kan for noen komme mer overraskende at investeringer for en vesentlig del kan gå tapt ved selskapsrettslige transaksjoner, kun fordi aksjonæren forholder seg passiv.

PGS-transaksjonen er imidlertid ikke enestående i så måte. Det oppstår regelmessig situasjoner der aksjen i et selskap handles til kurser som langt overstiger den verdi aksjen vil ha etter gjennomføring av en emisjon til lav kurs el. Skjevheten kan i enkelte tilfelle være en relativt lang periode, eksempelvis fordi markedet ikke har tatt inn over seg den offentliggjorte informasjon om emisjonen. Også i slike tilfeller må aksjonærene utvise aktivitet (selge seg ut i tide eller gjøre gjeldende forkjøpsrett/tegningsrett) for ikke å bli utvannet og potensielt få sin aksjeverdi betydelig redusert.

Flere forhold skiller imidlertid PGS-transaksjonen fra slike tilfeller. Blant annet synes kursen i PGS-aksjen frem til 5. november 2003 ikke å være et resultat av at markedet ikke hadde absorbert offentliggjort informasjon, men det faktum at den verdifulle kjøpsretten frem til dette tidspunkt var inkludert i aksjen. Dessuten kom kursfallet ikke før etter at tegningsperioden var avsluttet.

#### 4.3 Nærmere om aktuelle krav

Dersom det skal innføres krav/anbefalinger i samsvar med (enkelte av) de forslag som er angitt i punkt 3 over, må det finnes praktiserbare kriterier for når de aktuelle krav skal komme til anvendelse.

Den grunnleggende forutsetning må være at aksjonærene ved en transaksjon hvor utstederselskapet er part løper risiko for å lide tap ved passivitet som følge av at vedkommende unnlater å utøve en eller annen form for rettighet.

Hvorvidt det bør avgrenses mot rene tilbud aksjonærene får fra selskapet eller tredjemenn i form av for eksempel kjøpsretter som aksjonærene strengt tatt ikke har krav på, er mer usikkert. Et slikt kriterium vil trolig være vanskelig å formulere presist.

Som hovedregel bør det trolig stilles krav om at eventuelle rettigheter skal skilles fra den underliggende aksje, samt at ex-dag må settes et forsvarlig antall dager før utløpet av fristen til å gjøre rettighetene gjeldende. Slike krav i kombinasjon vil trolig medføre at verdifall etter fjerning av den tilknyttede rettighet synliggjøres, og følgelig at aksjonærene får en oppfordring til å utøve de tilknyttede rettigheter.

Dersom aksjen og tilknyttet rettighet ikke kan atskilles, bør det kreves en nærmere redegjørelse for oppgjørsrutiner, og at disse avstemmes med VPS. I spesielle situasjoner kan bruk av utsatt oppgjørsfrist (T+4, T+5) være en mulighet.

Videre må den klare hovedregel være at kjøpsretter, fortrinnsretter mv. skal gjøres omsettelige og tas opp til særskilt notering. Når rettighetene er gjort omsettelige, bør det



videre vurderes å selge evt. ubrukte rettigheter dersom selskapet ser at rettighetene får vesentlig verdi, forutsatt at en slik ordning er praktisk gjennomførbar.

Hvorvidt det bør angis en maksimumsfrist for hvor lang tid før tegningsperioden et prospekt kan distribueres er mer usikkert, jf. merknadene i punkt 3.2.1 over. Dersom praktiske behov tilsier det, bør det trolig aksepteres at prospektet distribueres en tid før tegningsperiodens start, eksempelvis samtidig med utsendelse av innkalling til generalforsamling. Forutsetningen må imidlertid være at selskapet sørger for at aksjonærene mottar tilbørlig varsel (ikke kun børsmelding) kort tid før tegningsperiodens start, sml. allmennaksjeloven § 10-1 tredje ledd.

[Se børssirkulære nr. 5/2004.]

## **2.4 OFFENTLIGGJØRING AV PROSPEKT, ANNONSER, KUNNGJØRINGER M.V**

### **2.4.1 Offentliggjøring av annonser mv i forbindelse med prospektpliktige tilbud vedrørende omsettelige verdipapirer (børssirkulære nr. 4/2004)**

### **2.4.2 Kværner – offentliggjøring av godkjent regnskapsinfo (pressemelding fra Oslo Børs 22.03.2004)**

Kværner ASA har i dag publisert et dokument inneholdende "Combined Accounts 2003" for Aker Kværner (OGEP) ASA. Dokumentet er ikke inntatt i prospektet for Aker Kværner (OGEP) ASA som er offentliggjort i dag, men er publisert i sammenheng med dette.

I forbindelse med børsens kontroll av prospektet har den informasjon som i dag er publisert i "Combined Accounts 2003" vært gjenstand for diskusjon. Resultatet av diskusjonen var at det mellom børsen og selskapet var enighet om at informasjonen, slik den fremkommer av det offentliggjorte dokumentet, ikke skulle tas med i prospektet.

Oslo Børs finner det kritikkverdig at selskapet publiserer tilsvarende informasjon som et eget dokument i tilknytning til offentliggjøringen av prospektet. Oslo Børs vil påpeke at informasjonen i dokumentet "Combined Accounts 2003" ikke er kontrollert av børsen, og at denne ikke er behandlet som del av tegningsgrunnlaget i prospektet. Børsen har således ikke vurdert i hvilken grad informasjonen i dokumentet "Combined Accounts 2003" i samsvar med den informasjon som er gitt i prospektet, eller på annen måte kan medføre uklarhet eller misforståelser.

### **2.4.3 Annonsering i forbindelse med emisjon og søknad om opptak til notering (brev av 30.04.2004)**

Det vises til Mamut ASAs annonsemateriell vedlagt Dagens Næringsliv 28. april 2004 og Kapital nr. 07/2004 i forbindelse med emisjon og søknad om opptak til notering av selskapets aksjer på Oslo Børs, samt til senere telefonsamtaler med selskapet.

I forbindelse med tilbud som gjelder verdipapirer som er eller søkes børsnotert gir verdipapirhandelloven § 5-7 tredje ledd følgende pålegg:

*"Annonser, kunngjøringer, m.v. som skal spres eller stilles til rådighet for offentligheten av tilbyder, skal på forhånd oversendes børsen. Børsen skal avgjøre om dokumentene skal kontrolleres før de offentliggjøres."*

Den aktuelle brosjyren ble ikke forelagt Oslo Børs før offentliggjøring, og børsen ble heller ikke på annen måte gjort oppmerksom på den planlagte annonseringen. Børsen har i etterkant gjennomgått materialet. Det er etter børsens oppfatning ikke tvil om at

de innrykkede annonser er av en slik art at de skulle ha vært oversendt børsen på forhånd for kontroll.

Innholdsmessig er annonsematerialet relativt omfattende. Selv om det for en del kan anses som markedsføring av selskapet og dets produkter mot eksisterende og potensielle kunder, synes hovedhensikten med brosjyren være å fremme tegning av aksjer i emisjonen. Dette fremkommer til dels uttrykkelig av innholdet i annonsen, jf. nedenfor. Det bemerkes også at brosjyren i Dagens Næringsliv var festet på den lovpålagte annonsen for prospektet (verdipapirhandelloven § 5-11).

Videre pretenderer annonsematerialet i noen utstrekning å gi grunnlag for tegning. Administrerende direktør uttaler på s. 3:

*"På de neste sidene finner du en kort presentasjon av Mamut slik vi fremstår i dag. Jeg håper denne selskapspresentasjonen gir deg bedre kjennskap til selskapet og hjelper deg å vurdere om du vil bli fremtidig medeier i Mamut."*

Brosjyren er betegnet som en "selskapspresentasjon". Presentasjonen avrundes på s. 18 med avsnittet "Investere i Mamut". Risikoforholdene ved aksjeinvesteringer er omtalt på både s. 2 og s. 19. Dessuten fremgår det at brosjyren kan være underlagt lovpålagte begrensninger i enkelte land (s. 19). Dette antas å referere til ulike lands begrensninger mht distribusjon av invitasjoner til tegning av verdipapirer.

Selskapspresentasjonen gir anvisning på hvor prospektet kan fremskaffes (herunder på selskapets nettsider). Det fremkommer imidlertid ingen klar oppfordring om å lese prospektet før aksjene tegnes. En slik oppfordring fremkommer heller ikke på tegningsblanketten i prospektet. Det er dessuten ikke klart angitt at brosjyrens presentasjon av selskapet er ufullstendig, og at denne ikke er egnet som grunnlag for aksjetegning. Børsen finner dette uheldig, spesielt sett hen til den relativt spesifikke informasjonen som fremgår om selskapet, i særlig grad på s. 18.

Oslo Børs beklager den fremgangsmåten selskapet har vist ved å offentliggjøre ovennevnte annonsemateriell uten å forelegge dette for børsen i forkant. Børsen er av den oppfatning at brosjyren ikke kan offentliggjøres ytterligere før det er foretatt betydelige endringer i denne. Hvilke endringer som er påkrevet vil vi komme tilbake til dersom selskapet planlegger slik videre distribusjon av brosjyren.

Ved overtredelse av de relevante bestemmelser i verdipapirhandloven gir lovens § 5-7 fjerde ledd første punktum børsen hjemmel til å nedlegge forbud mot at tilbudet gjennomføres. Etter en samlet vurdering finner børsen ikke grunn til å nedlegge slikt forbud, forutsatt at selskapet iverksetter nødvendige tiltak for å rette overtredelsen. Oslo Børs pålegger i denne forbindelse Mamut ASA å sende en pressemelding innen utløpet av 3. mai 2004 hvor det fremkommer at det utsendte annonsemateriell ikke ble forelagt børsen før offentliggjøring, og at børsen har rettet kritikk mot selskapet for dette. Videre må det fremheves at materialet gir en ufullstendig presentasjon av selskapet, og at alle som vurderer å tegne aksjer oppfordres til å lese prospektet før tegningsblanketten sendes inn.

#### **2.4.4 Findexa ASA - Annonsering i forbindelse med emisjon og søknad om opptak til børsnotering (brev av 10.05.2004)**

Det vises til telefonsamtale forrige uke hvor De forklarte at Findexa ønsket å sette inn en annonse i Finansavisen dagen etter. Den skulle erstatte tidligere annonsering i Finansavisen da trykk-kvaliteten på denne var svært dårlig. Børsen hadde allerede påpekt at annonser, kunngjøringer mv. som skal spres eller stilles til rådighet for offentligheten på forhånd skal oversendes børsen, jfr. vphl. § 5-7, tredje ledd. Siden

"dead line" for trykking var samme kveld, ble det imidlertid spurt om det var tilstrekkelig å lese opp den planlagte teksten over telefonen. Dette ble akseptert.

Undertegnede påpekte at børsen la vekt på at en slik annonsering ikke må fremstå som et selvstendig og ufullstendig grunnlag for tegning, men som en henvisning til utarbeidet tegningsmateriale (prospekt) og med angivelse av hvor dette kan bestilles fra. Det ble i den anledning gjort oppmerksom på at børsen nylig hadde kritisert et annet selskap for å ha tatt inn "reklamemateriell" for selskapets aksjer som bilag til en avis uten på tilstrekkelig måte å tilkjenne at materialet var ufullstendig, og at formelt tegningsmateriale kunne bestilles fra tilrettelegger. I telefonsamtalen ble det derfor avtalt at det skulle henvises til de norske tegningsstedene med slik passende tekst, jfr. vphl. § 5-11, tredje ledd.

Kunngjøringen, som i ettertid er trykket i flere aviser, avviker etter børsens mening fra det som ble avtalt pr. telefon. Annonsen sier kun at ytterligere informasjon kan finnes i prospektet på nettsiden til Findexa. Henvisning til tegningsstedene med angivelse av at det kan bestilles fullstendig tegningsmateriale herfra er således utelatt. Henvisningen til prospektet på nettadressen til Findexa har også en vesentlig mindre font enn den øvrige reklamepregede teksten. Annonsen fremstår således i all hovedsak som en reklame for Findexa-aksjene og ikke som en henvisning til hvor fullstendig tegningsmateriale kan bestilles fra.

Børsen ber således selskapet stoppe bruken av annonsen inntil påpekte forhold er rettet opp. Annonsen skal således inneholde en eksplisitt uttalelse om at teksten ikke kan anses som fullstendig tegningsmateriale, men at prospekt kan bestilles fra ABG Sundal Collier eller Enskilda Securities. Det forutsettes at dette gis en sentral plass i annonsen og ikke anonymiseres ved liten font.

Vi ber Dem underrette Deres kunde om innholdet av brevet.

### 3. OPPTAK TIL BØRSNOTERING

#### 3.1 NYE SELSKAPER PÅ OSLO BØRS I 2004

#### Nye selskaper på Oslo Børs i 2004

Selskap	Liste	Type	Vedtaksdato
Opera ASA	SMB	Primær	25.02.2004
Aker Kværner ASA	HL	Primær	24.03.2004
Catch Communication	SMB	Primær	24.03.2004
Findexa Limited	SMB	Primær	29.04.2004
Mamut ASA	SMB	Primær	29.04.2004
Guinor Gold Corporation	SMB	Sekundær	29.04.2004
Medi-Stim ASA	SMB	Primær	26.05.2004
Axxessit ASA	SMB	Primær	26.05.2004
Aker Yards ASA	HL	Primær	26.05.2004
Teco Coating Services ASA	SMB	Primær	16.06.2004
Conseptor ASA	SMB	Primær	16.06.2004
Camillo Eitzen & Co	SMB	Primær	16.06.2004
Privatbanken ASA	SMB	Primær	16.06.2004
Aker ASA	HL	Primær	02.09.2004
Odfjell Invest Ltd.	SMB	Primær	02.09.2004
Active 24 ASA	SMB	Primær	27.10.2004
Bjørge ASA	SMB	Primær	24.11.2004
Sevan Marine ASA	SMB	Primær	24.11.2004
DynaPel Systems Inc	SMB	Primær	22.12.2004

I tillegg kommer selskaper opptatt etter fisjon, se 3.4.1 nedenfor:

Yara International ASA etter fisjon fra Norsk Hydro ASA

IBAS Holding ASA etter fisjon fra Norman ASA

Golden Ocean Group Ltd etter fisjon fra Frontline Ltd

#### 3.2 OPPTAKSVILKÅR

Nedenfor er inntatt utdrag av enkelte saker med særskilte problemstillinger:

##### 3.2.1 Aker Kværner OGEP ASA – varighet av virksomhet, spredningskrav (børsstyresak av 24. mars 2004)

Selskapet har i brev mottatt av Oslo Børs den 25. februar 2004 søkt om børsnotering av aksje i selskapet Aker Kværner OGEP ASA (videre benevnt som "OGEP" eller selskapet) på hovedlisten på Oslo Børs. Styret i OGEP vedtok den 25. februar 2004 å sende søknad om børsnotering. Styret ga Finn Berg Jacobsen eller den han måtte bemyndige fullmakt til å signere søknaden på vegne av styret. Fullstendig søknad med vedlegg er tilgjengelig på Oslo Børs.

OGEP ble stiftet 29. januar 2004 og er et norsk allment aksjeselskap heleid av Aker Kværner ASA ("Aker Kværner"). Til selskapets generalforsamling den 19. mars 2004 har styret foreslått å endre vedtektene slik at selskapets navn blir Aker Kværner ASA, mens det er foreslått at dagens Aker Kværner ASA skifter navn til Kværner ASA gjennom generalforsamlingsvedtak samme dag.

På søknadstidspunktet bestod styret i OGEP av ansatte i Aker Kværner-konsernet. Endelig beslutning om børsnotering treffes den 19. mars 2004 av det nye styret som velges på selskapets generalforsamling den 19. mars 2004.

OGEP er et holdingselskap for Aker Kværner-konsernets Engineering & Construction ("E&C") virksomhet og Oil & Gas ("O&G") virksomhet. O&G virksomheten er en internasjonalt ledende leverandør av en rekke spesialiserte tjenester og produkter til olje- og gassindustrien. E&C virksomheten tilbyr engineering- og byggeledelsestjenester til en rekke forskjellige industrisektorer globalt. Hoveddelen av virksomhetene er lokalisert i Norge, Storbritannia og USA. Konsernledelsen er lokalisert på Lysaker og i Houston.

[...]

#### Dispensasjon fra kravet om 3-års virksomhet

I henhold til børsforskriften § 2-1 tredje ledd, skal selskapet ha bestått minst i tre år og skal ha drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år. Børsen kan dispensere fra dette i særlige tilfelle. I henhold til børs sirkulære 5/2001 kan børsstyret bl.a gi dispensasjon fra kravet om kontinuitet i virksomheten ved diskontinuitet pga formelle forhold (fusjoner, fisjoner, oppkjøp, utskilling av avdeling til eget selskapet e.l). Det fremgår her at dersom kontinuitet i den reelle virksomhet kan dokumenteres ved f.eks proformatall, vil børsstyret normalt gi dispensasjon.

Etter børsens oppfatning kan selskapet innvilges dispensasjon fra kravet om at selskapet skal ha bestått i tre år. OGEPs virksomheter er en ren videreføring av virksomheter som er del av det børsnoterte Aker Kværner-konsernet, og som har bestått i mer enn tre år. Det er utarbeidet proforma finansiell informasjon som viser tall for de respektive enhetene som vil inngå i OGEP-konsernet, jf ovenfor.

#### Positivt driftsresultat for plassering på hovedlisten

For opptak til børsnotering på hovedlisten kreves det i henhold til børsforskriften § 2-1 tredje ledd tredje pkt at selskapet skal ha hatt positivt driftsresultat i minst ett av de siste tre årene. Børsen kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra kravet dersom børsen finner at dette er i allmennhetens og investorenes interesse, og at investorene har tilgang til tilstrekkelige opplysninger til å danne seg en begrunnet oppfatning om selskapet, dets virksomhet og de aksjer som søkes børsnotert.

Selskapet er nystiftet, og har således ikke avlagt årsregnskap for de tre siste årene. Selskapet har imidlertid utarbeidet proforma finansiell informasjon for den virksomheten som søkes notert, jf ovenfor. Som det fremgår av denne informasjonen, har denne virksomheten ikke hatt positivt proforma driftsresultat i tre-års perioden 2001-2003. Imidlertid har børsstyret i tidligere saker (jf sak 197/99 vedrørende "Notering av IT/Internettelskaper på Oslo Børs") anført at det på individuelt basis vil ta stilling til hvorvidt det foreligger særlige grunner til eventuelle unntak fra kravene om notering på hovedlisten for vekstselskaper, herunder IT- og internettelskaper. De kriterier som skal vektlegges ved vurderingen, er høy markedsverdi, selskapets likviditet, aksjens likviditet, samt andre kvalitative forhold som fremgår av børsens opptaksvilkår og –prosedyre. Selv om OGEP er et nystiftet selskap og ikke faller innenfor den målgruppen som er konkret omtalt i sak 197/99, antas det at de samme kriterier som angitt i denne saken også vil være aktuelt å vurdere i forbindelse med listeplassering for OGEP. Selskapet vil ha en betydelig markedsverdi og børsnotering vil være betinget av at det oppnås minimum 1.000 børsposteiere. Potensialet for god likviditet i aksjen antas å være betydelig og notering på SMB-listen fremstår som unaturlig for et slikt selskap.

#### Eierstruktur og spredning

OGEP oppfyller pr. i dag ikke kravet om 1.000 børsposteiere da selskapet har kun en aksjonær. I forbindelse med børsnoteringen vil det bli gjennomført en emisjon i størrelsesorden NOK 2 milliarder, hvor deler av emisjonen vil bli rettet mot allmennheten. Det er antatt at emisjonen vil bli inndelt i en profesjonell transje og en retail transje, og at tegningskursen vil bli fastsatt gjennom book-building. Emisjonen er planlagt gjennomført med tegningsperiode fra 22. mars til 1. april 2004, med innbetaling umiddelbart etter dette. Det legges opp til betinget notering (se nærmere om dette nedenfor), slik at aksjene i OGEP vil kunne noteres rundt 2. april 2004.

Aker Kværner ASA og selskaper fra Aker RGI-konsernet vil ikke delta i emisjonen. Tilretteleggerne, Carnegie, DnB NOR og Enskilda Securities, antar at OGEP vil få et sted mellom 1.000 og 3.000 børsposteiere som ikke er tilknyttet OGEP eller Aker Kværner etter gjennomføring av den offentlige emisjonen. Avhengig av prisingen av OGEP og endelig emisjonsstørrelse kan emisjonen gi en fri flyt av aksjene i selskapet på 20 til 25% (priser selskapet til mellom 8 og 10 mrd etter emisjonen).

I henhold til børsforskriften § 2-1 fjerde ledd skal minst 25% av de aksjer som søkes opptatt til notering være spredt blant personer som ikke har slik tilknytning til selskapet som angitt i § 2-3 og som hver eier aksjer som tilsvarer minst en børspost. Avhengig av prisen som oppnås i den offentlige emisjonen, vil selskapet kunne risikere å ikke oppnå en tilstrekkelig fri flyt i aksjen. Den frie flyten vil imidlertid uansett utgjøre et betydelig beløp, tilsvarende NOK 2 mrd. Som angitt i børsforskriften § 2-1 siste ledd kan børsen fravike 25%-grensen ved opptak når spredning som nevnt må påregnes innen kort tid, eller når aksjene likevel anses egnet for børsnotering på grunn av et stort antall aksjer av samme aksjeklasse og deres omfattende spredning blant allmennheten. Som angitt ovenfor vil selskapets frie flyt utgjøre et betydelig beløp. Det kan derfor antas at selskapet, selv med en fri flyt på ned mot 20%, likevel vil kunne anses som egnet for børsnotering. Videre har selskapet skissert en aksjebyttesaksjon som innebærer at det må påregnes at selskapet innen kort tid vil oppnå tilstrekkelig spredning, jf nærmere beskrivelse nedenfor.

Som del av reorganiseringen av Aker Kværner-konsernet, vil deler av konsernets virksomhet innen skipsbygging bli lagt inn under et felles holdingselskap, Kværner Yards ASA ("Kværner Yards"). I tillegg vil det bli fremmet forslag om å gjennomføre en trekantfusjon mellom Aker Yards Holding AS ("Aker Yards") og Aker Kværner Investments AS, et tomt datterselskap av Aker Kværner. Virksomheten har siden 2002 hatt felles ledelse gjennom managementselskapet Aker Kværner Yards AS. Aker Yards er eid av Aker RGI Holding AS ("Aker RGI") og et datterselskap av Aker RGI. Aksjonærene i Aker Yards, Aker RGI og et datterselskap av Aker RGI, vil som fusjonsvederlag motta aksjer i Aker Kværner i medhold av aksjeloven § 13-2 annet ledd. Fusjonen vil være betinget av godkjennelse av Aker Kværners generalforsamling, planlagt avholdt 19. mars 2004. Perioden for kreditorvarsel forventes å løpe ut i begynnelsen av mai 2004.

I forbindelse med søknaden om børsnotering av OGEP anser Aker Kværner det som hensiktsmessig å la Aker Kværner-aksjonærene få mulighet til å bytte sine Aker Kværner-aksjer i OGEP-aksjer og Kværner Yards-aksjer. Det vil derfor bli fremsatt et frivillig tilbud til aksjonærene i Aker Kværner om innløsning av Aker Kværner aksjer ved nedsettelse av aksjekapitalen med utdeling av OGEP-aksjer og aksjer i Aker Kværners sammenslått skipsverftsselskap. Forslaget innebærer at Aker Kværners aksjekapital nedsettes med NOK 365.500.000, noe som tilsvarer 18.275.000 aksjer. Vederlaget til de Aker Kværner aksjonærer som velger å få sine Aker Kværner-aksjer innløst vil være en kombinasjon av aksjer i Aker Kværner OGEP og Aker Yards ASA (eierselskapet for den fusjonerte skipsverftsvirksomheten). Det skal samlet ikke utdeles flere aksjer i Aker Kværner OGEP enn at Aker Kværner etter emisjonen eier minst 50,1 % av Aker Kværner OGEP-aksjene, samtidig som det skal deles ut minimum 6 millioner aksjer i Aker Yards ASA. Innenfor de rammer styret har til å bestemme fordelingen mellom Aker Kværner OGEP- og Aker Yards-aksjer, skal styret tilstrebe å gjennomføre dette slik at flest mulig

Aker Kværner OGEP-aksjer utdeles for å sikre høyest mulig fri flyt i Aker Kværner OGEP-aksjene.

Aker Kværners hovedaksjonær Aker Maritime vil i utgangspunktet ikke delta i innløsningstilbudet med mindre tilbudet ikke aksepteres fullt ut av de øvrige Aker Kværner aksjonærene. Tilbudet vil trolig være betinget av en minimum akseptgrad. Verdien av Aker Kværner aksjer som kan innløses vil utgjøre om lag NOK 2,5 mrd, noe som vil medføre at Aker RGI og selskaper kontrollert av Aker RGI (herunder Aker Maritime) vil eie om lag 80-90 % av aksjene i Aker Kværner, etter gjennomføring av aksjekapitalnedsettelsen og verftsfusjonen. Dette forutsetter at Aker Maritime ikke deltar i tilbudet. Aker Kværner antar at innløsningstilbudet vil kunne bli fremmet kort tid etter påske med en akseptperiode på rundt to uker. Gjennomføringen av utdelingen av OGEP-aksjene vil kunne finne sted medio mai 2004, mens aksjene i Kværner Yards trolig vil bli utdelt noe senere. Som nevnt ovenfor vil innløsningstilbudet kunne gi en fri flyt i OGEP-aksjene på opp til 49,9%. Det er forventet at antallet børsposteiere vil øke betydelig etter gjennomført innløsningstilbud med utdeling av OGEP-aksjer til aksjonærene i Aker Kværner.

De antas derfor at selskapet på tilfredsstillende måte har sannsynliggjort at det innen kort tid vil tilfredsstillende 25%-kravet til fri flyt.

[...]

Børsstyret vedtok å ta aksjene i Aker Kværner OGEP ASA opp til notering på hovedlisten ved Oslo Børs. Det gis dispensasjon fra kravet om at selskapet skal ha bestått i minst tre år. Videre er det gitt dispensasjon fra kravet om at 25% av aksjene skal være spredt blant personer som ikke har slikt tilknytning til selskapet som angitt i børsforskriften § 2-3 på tidspunkt for opptak til børsnotering, da det antas at selskapet innen kort tid vil oppnå nødvendig spredning. Det forutsettes at selskapet tilføres ca NOK 2 milliarder gjennom den planlagte emisjonen, og at det gjennom emisjonen oppnås tilstrekkelig spredning, i form av antall børsposteiere, for notering på hovedlisten. Det forutsettes videre at det utarbeides et prospekt som tilfredstiller kravet i børsforskriften til prospekt ved børsintroduksjon. Børsdirektøren gis fullmakt til å fastsette første noteringsdag, senest innen 28. april 2004.

### **3.2.2 Aker Yards ASA – spredningskravet mm (børsstyresak av 26.05.2004)**

Aker Yards ASA har i brev 26. april 2004 søkt om notering av aksjene i selskapet (videre benevnt som Aker Yards eller selskapet) på hovedlisten på Oslo Børs. Styret i Aker Yards vedtok den 26. april 2004 å sende slik søknad, og ga Anders Misund fullmakt til å signere søknaden på vegne av selskapet. Fullstendig søknad med vedlegg er tilgjengelig på Oslo Børs.

Aker Yards ble stiftet 30. mars 2004 og er et norsk allmennaksjeselskap som på søknadstidspunktet er heleid av Kværner ASA ("Kværner").

Selskapet vil være et holdingselskap for Aker Yards-konsernets skipsverftsvirksomhet, som vil bestå av store deler av skipsverftsvirksomheten til Aker Yards AS og Kværner. Selskapet vil bestå av 13 skipsverft i Norge, Finland, Tyskland, Romania og Brasil, administrert fra konsernets hovedkontor i Norge.

[...]

Dispensasjon fra kravet om 3-års virksomhet

I henhold til børsforskriften § 2-1 tredje ledd, skal selskapet ha bestått minst i tre år og skal ha drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år. Børsen kan dispensere

fra dette i særlige tilfelle. I henhold til børssirkulære 5/2001 kan børsstyret bl.a gi dispensasjon fra kravet om kontinuitet i virksomheten ved diskontinuitet pga formelle forhold (fusjoner, fisjoner, oppkjøp, utskilling av avdeling til eget selskapet e.l). Det fremgår her at dersom kontinuitet i den reelle virksomhet kan dokumenteres ved f.eks proformatall, vil børsstyret normalt gi dispensasjon.

Etter børsens oppfatning kan selskapet innvilges dispensasjon fra kravet om at selskapet skal ha bestått i tre år. Aker Yards virksomheter er en ren videreføring av virksomheter som er del av det børsnoterte Kværner-konsernet, og som har bestått i mer enn tre år. Det er utarbeidet proforma finansiell informasjon som viser tall for de respektive enhetene som vil inngå i Aker Yards-konsernet, jf ovenfor.

Positivt driftsresultat for plassering på hovedlisten

For opptak til børsnotering på hovedlisten kreves det i henhold til børsforskriften § 2-1 tredje ledd tredje pkt at selskapet skal ha hatt positivt driftsresultat i minst ett av de siste tre årene. Børsen kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra kravet dersom børsen finner at dette er i allmennhetens og investorenes interesse, og at investorene har tilgang til tilstrekkelige opplysninger til å danne seg en begrunnet oppfatning om selskapet, dets virksomhet og de aksjer som søkes børsnotert.

Selskapet er nystiftet, og har således ikke avlagt årsregnskap for de tre siste årene. Selskapet har imidlertid utarbeidet proforma finansiell informasjon for den virksomheten som søkes notert, jf ovenfor. Som det fremgår av denne informasjonen, har denne virksomheten hatt positivt proforma driftsresultat i tre-års perioden 2001-2003, og tilfredsstillende således kravet.

[...]

Eierstruktur og spredning

Aker Yards oppfylte på søknadstidspunktet ikke kravet om 1.000 børsposteiere da selskapet på dette tidspunktet kun hadde en aksjonær. Kværner fremsatte i perioden 22. april til 3. mai 2004 et frivillig innløsningstilbud til aksjonærene i Kværner, hvor disse ble tilbudt å bytte sine aksjer i Kværner med aksjer i Aker Kværner og Aker Yards. Dersom innløsningstilbudet ble fulltegnet, ville dette gi en utdeling av totalt 6.969.259 Aker Yards aksjer, som ville gi en fri flyt på ca. 33,8%. Et annenhåndssalg har også vært under planlegging i forbindelse med børsnoteringen. Kværners målsetning er å eie 50,1% av aksjene i Aker Yards etter gjennomført innløsningstilbud og forventet nedsalg.

Etter utløpet av akseptperioden for innløsningstilbudet er det klart at Aker Yards etter gjennomføringen av tilbudet for Kværner totalt vil ha 3.652 aksjonærer hvorav 3.523 er norske og 129 utenlandske. Minoritetsaksjonærene vil totalt eie 4.296.857 aksjer (20,9%), hvorav norske aksjonærer vil eie 2.589.633 (12,6%) og utenlandske aksjonærer vil eie 1.707.224 (8,3%).

Selskapet anslår at ca 1.470 aksjonærer vil eie aksjer som forventes å utgjøre minimum en børspost, av disse er 1.385 norske og 85 utenlandske. Kravet om minst 1.000 børsposteiere vil da være oppfylt etter at tilbudet er gjennomført.

Innløsningen av aksjene ved nedsettelse av aksjekapitalen i Kværner, samt ikrafttredelse av Aker Yards AS-fusjonen og forhøyelsen i Kværner i forbindelse med utstedelse av vederlagsaksjene vil etter planen bli registrert i Foretaksregisteret ca. 26. mai 2004.

I henhold til børsforskriften § 2-1 fjerde ledd skal minst 25% av de aksjer som søkes opptatt til notering være spredt blant personer som ikke har slik tilknytning til selskapet som angitt i § 2-3 og som hver eier aksjer som tilsvarer minst en børspost. Selskapet har søkt om dispensasjon fra dette kravet.



Børsforskriften § 2-1 fjerde ledd krever at minst 25% av aksjene er spredd blant personer som ikke har slik tilknytning til selskapet som angitt i børsforskriften § 2-3. De personer som angis i den nevnte § 2-3 er selskapets tillitsmenn i styret og bedriftsforsamling mv., ledende ansatte, deres nærstående, selskaper som eies av de nevnte personer og nærstående, annet selskap i samme konsern, revisor eller noen som de nevnte personer antas å ha forpliktende samarbeid med. Det har tidligere vært lagt til grunn en forståelse av børsforskriften § 2-1 som har medført at en kontrollerende eier har vært regnet som tilknyttet når 25%-kravet skulle vurderes, selv om tilknytningen ikke har fremgått av ordlyden i bestemmelsene. Det kan her vises til noteringen av Telenor hvor det ble gitt en dispensasjon fra 25%-kravet selv om hovedeieren, staten, strengt tatt ikke var omfattet av ordlyden.

Selskapet søkte 6. mai 2004 om dispensasjon fra dette kravet. Selskapet opplyste at det som følge av rådende markedsforhold ville være usikkert om det planlagte annenhåndssalget ville kunne gjennomføres i henhold til tidsskjemaet med en for Kværner tilfredsstillende pris på aksjene i Aker Yards. Dersom markedet ikke var modent for et nedslag på dette tidspunktet, ville Kværner arbeide videre med alternative tiltak for å sikre nødvendig fri flyt i selskapet, herunder mulig nedslag på et senere tidspunkt.

Muligheten for å gi dispensasjon er hjemlet i børsforskriften § 2-1 femte ledd. Vilkårene for dispensasjon er at spredning må påregnes innen kort tid, eller når aksjene, på tross av mindre spredning enn 25%, likevel kan anses å være egnet for notering "...på grunn av et stort antall aksjer av samme aksjeklasse og deres omfattende spredning blant allmennheten".

Det fremgår av børssirkulære 5/2001 at kravet til spredning praktiseres strengt. Det ble gitt dispensasjon i forbindelse med opptak av Telenor ASA og Statoil ASA. I Telenor-saken ble det stilt som vilkår for dispensasjonen at den frie flyten måtte utgjøre minst 15% av selskapets aksjer, og ha en verdi på minst 15 milliarder NOK. I Statoil-saken ble det ikke stilt tilsvarende tilleggsvilkår. Ved noteringen av Aker Kværner ASA ble det gitt dispensasjon da det var antatt at selskapet innen kort tid ville oppnå nødvendig spredning.

Basert på denne strenge praksis signaliserte børsen overfor Aker Yards usikkerhet om det ville bli gitt dispensasjon. På denne bakgrunn søkte selskapet subsidiært om dispensasjon fra kravet om minst 25 % fri flyt på noteringstidspunktet basert på oppnåelse av nødvendig spredning innen kort tid.

Som angitt over kan børsen fravike 25 %-grensen ved opptak når spredning som nevnt må påregnes innen kort tid. Selskapet har beskrevet en transaksjon som innebærer at Kværner ASA forplikter seg til å selge seg ned til en eierandel på 75 % i selskapet innen fire måneder fra tidspunktet for opptak til notering. Det nødvendige antall aksjer vil ubetinget og ugjenkallelig bli overført til en sperret konto hos tilrettelegger (Enskilda Securities ASA) i forbindelse med at selskapet tas opp til notering, med en ugjenkallelig instruks om at aksjene selges i markedet etter fire måneder dersom de ikke allerede er blitt solgt i løpet av perioden.

Børsen har lagt til grunn at dispensasjonsadgangen som utgangspunkt skal praktiseres strengt. Basert på anslag fra selskapets rådgivere, vil verdien av den del av aksjene som er spredd blant allmennheten være ca. NOK 320 millioner. Dette utgjør alene mer enn minimumskravet til markedsverdi for opptak til notering på hovedlisten, jf. sirkulære 5/2001 punkt 3.5. Dette kan anføres til støtte for å gi dispensasjon. Det må imidlertid også ses hen til at de øvrige aksjene i sin helhet vil være eid av Kværner, som med om lag 79 % eierandel vil ha en fullstendig dominerende eierposisjon i selskapet. Noen permanent dispensasjon kan således etter børsens oppfatning ikke aksepteres.

Sett hen til at spredningen er så vidt høy som om lag 21 %, kan imidlertid mye tale for å tillate en dispensasjon dersom oppfyllelse av spredningskravet kan forventes innen kort tid. Det er et skjønsspørsmål hvor lang tid som i denne sammenheng er akseptabelt. Etter en vurdering av forholdene i den foreliggende sak, har børsen kommet til at en tidsperiode på maksimum fire måneder kan anses som tilstrekkelig kort tid for å tilfredsstillende spredningskravet.

Det påpekes for ordens skyld at avgjørelsen beror på en helt konkret vurdering, og at det i saken også er vektlagt at den virksomheten som er søkt opptatt til notering utgjør en vesentlig del av den virksomhet som i dag er notert gjennom Kværner.

Børsen antar på denne bakgrunn at selskapet på tilfredsstillende måte har sannsynliggjort at det innen tilstrekkelig kort tid vil tilfredsstillende 25 %-kravet til fri flyt.

[...]

Børsstyret vedtok å ta aksjene i Aker Yards ASA opp til notering på hovedlisten ved Oslo Børs. Det gis dispensasjon fra kravet om at selskapet skal ha bestått i minst tre år. Videre er det gitt dispensasjon fra kravet om at 25 % av aksjene skal være spredt blant personer som ikke har slik tilknytning til selskapet som angitt i børsforskriften § 2-3 på tidspunkt for opptak til børsnotering, forutsatt at selskapet så snart som mulig og senest innen fire måneder fra første noteringsdag oppnår slik spredning. Det forutsettes at det innen første noteringsdag etableres et arrangement til sikring av oppfyllelse av nevnte betingelse som børsens administrasjon finner tilfredsstillende. Det forutsettes videre at det utarbeides et prospekt som tilfredstiller kravet i børsforskriften til prospekt ved børsintroduksjon. Børsdirektøren gis fullmakt til å fastsette første noteringsdag, senest innen 16. juni 2004.

### **3.2.3 Findexa Limited – soliditet, kontinuitet, betinget notering (børsstyresak av 29.04.2005)**

Findexa Limited (heretter benevnt "Findexa" eller "Selskapet") har ved Selskapets styre i brev datert 25. mars 2004, søkt om opptak av Selskapets aksjer til notering på hovedlisten. Fullstendig søknad med vedlegg er tilgjengelig på Oslo Børs.

Findexa er et holdingselskap som eier Findexa AS, tilsvarende gamle Telenor Media. Telenor Media ble ervervet av investeringsselskapet Texas Pacific Group (TPG) i november 2001. Oppkjøpet ble gjort via norske datterselskaper og Selskapet skiftet navn til Findexa. Telenor Media hadde en rekke internasjonale engasjementer innen samme marked. Den internasjonale delen av virksomheten ble skilt ut i 2003 og inngår således ikke i virksomheten som nå søkes børsnotert.

I forbindelse med den eventuelle børsnoteringen vil det foretas et kombinert nedsalg og kapitalforhøyelse. Selskapet vil legge vekt på at virksomheten i konsernet genererer en relativt høy kontantstrøm og at en vesentlig del av denne skal deles ut som utbytte.

#### **Virksomhetsbeskrivelse**

Gamle Telenor Media heter nå Findexa AS. Selskapet har siden oppkjøpet i 2001 vært eiet gjennom en rekke norske datterselskaper, hvis formål har vært å legge til rette for en struktur for finansiering av oppkjøpet.

I forbindelse med børsnoteringen gjøres det noe endringer i selskapsstrukturen. Findexa Norway AS vil være det øverste norske selskapet, og det vil være tre norske selskaper mellom dette selskapet og det operative selskapet Findexa AS. Det vil fortsatt være betydelig fremmedfinansiering i konsernet. Opplåningen vil skje gjennom de mellomliggende selskapene. Det opprettes videre et Luxemburg-selskap mellom det

øverste norske selskapet og Findexa Limited. Hensikten med denne delen av strukturen er å minimalisere beskatningen av renter og utbytte fra den norske virksomheten opp til Findexa Limited. Selskapet nevner risiko for gjennomskjæring fra myndighetenes side i mottatt utkast til prospekt.

[...]

Selskapets inntekter har vist en svak økning de siste tre årene. Selskapet har allerede en sterk markedsposisjon og vesentlig vekst forventes ikke. Selskapets inntektsføringsprinsipper har vært diskutert med Selskapets CFO og revisor. Administrasjonen er av den oppfatning at prinsippene er akseptable innenfor norsk god regnskapsskikk. Det er på den annen side kjent at både US GAAP og IFRS krever andre inntektsføringsprinsipper. Selskapet ønsker å avvente endringer i prinsippene til implementeringen av IFRS i 2005. Administrasjonen har påpekt at dette forholdet må belyses behørlig i prospektet som skal utarbeides i forbindelse med den eventuelle noteringen.

Selskapets driftskostnader før avskrivninger er redusert de siste årene. Selskapet har hatt som mål å redusere kostnadene etter oppkjøpet.

Selskapets balanse preges av betydelige immaterielle eiendeler, som har oppstått ved oppkjøpet av Telenor Media. Ved utgangen av 2003 består de immaterielle eiendelene hovedsakelig av goodwill, kunderegistre og varemerker. Goodwill avskrives over 20 år, mens kunderegistre og varemerker avskrives over henholdsvis 12 og 20 år.

I årsrapporten for Findexa IV, som frem til nå er det øverste norske selskapet i konsernet, heter det at avskrivningstidene er satt ut fra en individuell vurdering basert på markedsposisjon, modenhet av markedene, varemerker, teknologiske fortrinn, regulatoriske forhold og ledelsesforhold. Det er ikke noe til hinder for å sette så lange avskrivningstider på immaterielle eiendeler. Lengste avskrivningstid for goodwill er etter god regnskapsskikk 20 år. Selskapet har vist til sammenlignbare selskaper som Eniro (notert på Stockholmsbørsen) og Yell Group (notert på London Stock Exchange) har tilsvarende avskrivningstider. Etter hva administrasjonen er i stand til å se medfører det riktighet. Administrasjonen finner det vanskelig å skulle overprøve Selskapets vurderinger av dette.

Selskapet har videre vist til eksterne vurderinger av verdien av de enkelte immaterielle eiendelene som ble utført av Standard & Poor ved selve oppkjøpet og vurderinger av verdien av Selskapets virksomhet totalt sett foretatt av Dahl, Holtan og Thoresen i forbindelse med de årlige vurderinger som skal foretas av immaterielle eiendeler etter US GAAP. Vurderingene understøtter ifølge Selskapets ledelse de balanseførte verdiene. Slike vurderinger er avhengig av en rekke faktorer, herunder benyttede vekstforutsetninger for inntekter og kostnader, diskonteringsrente, vurdering av terminalverdi mv. Administrasjonen har ikke etterprøvd disse vurderingene, men konstaterer at den eksterne vurderingen konkluderer med at Selskapet operasjonelle virksomhet har en verdi (MNOK 6.350) som overstiger de balanseførte verdiene i Findexa IVs balanse ved utgangen av 2003 (MNOK 5.240 inklusive likvidbeholdning på MNOK 450. Ikke rentebærende forpliktelser utgjør på samme tidspunkt MNOK 903.)

Ved implementeringen av IFRS fra og med 2005 skal ikke goodwill lenger avskrives, men kun nedskrives dersom den virkelige verdien ikke er lik eller overstiger de balanseførte verdiene. Selskapet har som nevnt over allerede en praksis med å foreta vurderinger av verdien av Selskapets virksomhet.

Et annet moment som har vært diskutert er hvorvidt den lange avskrivningstiden på de immaterielle eiendelene i seg selv fører til at den videreførte virksomheten oppnådde et positivt driftsresultat i 2003. Etter hva administrasjonen kan se må levetiden på de immaterielle eiendelene mer enn halveres før avskrivningene øker med et omfang som

gjør at driftsresultat på den delen av virksomheten som videreføres blir negativt for 2003.

Oppkjøpet av Telenor Media ble for en stor del lånefinansiert. Findexa IV hadde ved utgangen av 2003 en rentebærende gjeld på MNOK 4.782. Den planlagte kapitalforhøyelsen forventes å innbringe ca MNOK 2.500 til Selskapet. Den eksisterende rentebærende gjelden planlegges nedbetalt i sin helhet samtidig som det vil innhentes ny ekstern finansiering på MNOK 2.600 med en tilhørende trekkrettighet på MNOK 500. Forventet årlig rentekostnad på den nye gjelden er MNOK 152. Dersom provenyet fra emisjonen blir lavere enn ca MNOK 2.500 vil hele eller deler av aksjonærlån på ca MNOK 1.392 bli konvertert til egenkapital. I og med at provenyet skal benyttes til å nedbetale eksisterende gjeld vil en konvertering ha samme virkning hva gjelder det rent økonomiske.

Findexa IV hadde i 2003 et driftsresultat på MNOK 292 og netto finansielle kostnader på MNOK 711. Avskrivninger på immaterielle eiendeler vil i følge Selskapet reduseres i 2004 sammenlignet med 2003 (reduksjon på MNOK 70) og i 2005 sammenlignet med 2005 (reduksjon på MNOK 80). Dette skyldes at enkelte eiendeler avskrives etter saldometoden.

[....]

VPS registrering av "eierbevis"

Selskapets aksjer blir utstedt i form av aksjebrev i henhold til alminnelig lovgivning på Jersey. De fysiske aksjebrevene kan følgelig ikke registreres i VPS, og vil heller ikke være gjenstand for omsetting på Oslo Børs. Det vil derfor bli etablert underliggende elektroniske "eierbevis" som registreres i VPS. De underliggende eierbevisene vil i VPS-registeret fremstå som en alminnelig aksje som kan omsettes på Oslo Børs.

De fysiske aksjebrevene vil være registrert på DnB Nor Bank ASA ("DnB") som således formelt besitter eiendomsretten til aksjene på vegne av innehaverne av eierbevisene ("VPS-aksjonærene"). VPS-aksjonærene må derfor utøve alle aksjonærrettigheter indirekte gjennom DnB. DnB vil motta utbytte direkte fra Selskapet. DnB vil deretter fordele og utbetale beløpet forholdsmessig til de respektive VPS-aksjonærene. VPS-aksjonærene må indirekte avgi stemme på generalforsamlinger i Selskapet gjennom fullmakter til DnB. En særskilt "Registrar Agreement" inngås med DnB som nærmere regulerer forannevnte forhold.

Hver enkelt "VPS-aksjonær" kan kreve å motta aksjebrev direkte i Selskapet i bytte mot eierbeviset i VPS.

[...]

Betinget notering ("when issued notering")

Selskapet har foreløpig ikke bestemt endelige datorer for transaksjonen. Disse vil bli tatt inn i neste prospektutkast som forventes mottatt 22. april 2004. Selskapet har imidlertid opplyst at børsnotering etter planen vil finne sted i uke 21.

Selskapet og tilretteleggerne legger opp til følgende foreløpige tidsplan for tildeling, notering, betaling og registrering av aksjene på Jersey.

("T" er pt. antatt å bli onsdag 19. mai).

T-1	Prising og tildeling.
T	Første noteringsdag av tildelingsbevis, betinget notering ("when issued" notering)
T+1	Betaling av aksjer i retail-transjen

T+2 (senest kl. 22.00)	Heving av force majeure forbehold knyttet til Underwriting Agreement. Underwriters betaler for aksjene. De nye aksjene utstedes. Underwriters mottar aksjer og iverksetter levering av disse til de som har fått tildeling
T+3	Ubetinget notering av aksjene. De som har fått tildeling har over natten fått aksjer registrert på sine konti i VPS. Oppgjør for handler foretatt på T kan foretas.

I perioden fra "T" til "T+2" vil noteringen være betinget av at emisjonen gjennomføres. Betingelsene fremgår av Underwriting Agreement og vil være av force-majeure liknende karakter. Det vil si at tilbudet kan kanselleres dersom visse ekstraordinære hendelser inntreffer. Hvis disse skulle inntreffe vil alle handler foretatt i perioden annulleres og eventuelle innbetalinger tilbakebetales. Som eksempler på ekstraordinære forhold fra avtalen kan nevnes; i) erklæring av bankmorsatorium i Oslo, London, Jersey, Luxemburg eller New York, ii) suspensjon av eller vesentlige begrensninger i handelen med verdipapirer på børsene i Oslo eller Luxemburg, iii) vesentlige negative endringer i Selskapets virksomhet, økonomiske stilling m.v, iv) Selskapet har blitt påført betydelige tap som følge av brann, oversvømmelse, arbeidskonflikter mv., v) Selskapet har blitt vesentlig nedgradert "rating"-messig, vi) vesentlige negative endringer internasjonal finansiell, politisk eller økonomisk situasjon i Norge, USA, Storbritannia, Jersey eller Luxemburg eller vii) krigsutbrudd eller unntakstilstand i Norge, USA, Storbritannia, Jersey eller Luxemburg. I tillegg kreves det at nevnte forhold skal ha stor betydning for gjennomføring av tilbudet.

Dog kan ikke tilbudet kanselleres som følge av manglende innbetalinger fra tegnere i relasjon til emisjonen. Dette fordi tilrettelegger i henhold til betalingsgarantien vil være ansvarlige for å betale inn et beløp tilsvarende emisjonsbeløpet, eller manglende innbetaling for å nå et beløp tilsvarende emisjonsbeløpet, senest tirsdag 6. april så lenge force-majeure forholdene ikke inntreffer.

Underwriting agreement vil bli inngått mellom Findexa og de selgende aksjonærer og CIBC World Markets Corp, Goldman Sachs og UBS Limited. Risikoen for at tilbudet kanselleres vil således kun relatere seg til betingelsene i betalingsgarantien.

Denne formen for betinget notering i en kort periode rett etter tildelingen er vanlig internasjonalt og har vært gjennomført på Oslo Børs i forbindelse med noteringen av Scandinavian Online, Telenor, Statoil og Aker Kværner (OGEP).  
[...]

Børsstyret vedtok å ta aksjene i Findexa Limited opp til notering ved Oslo Børs. Det gis dispensasjon fra kravet om at selskapet skal ha bestått i minst tre år. Det forutsettes at selskapet oppnår tilstrekkelig markedsverdi og spredning, og at den planlagte kapitalforhøyelsen på ca NOK 2,5 milliarder gjennomføres.

Det forutsettes for børsnotering at det utarbeides et prospekt som tilfredsstillende kravene i børsforskriften. Børsdirektøren gis fullmakt til å fastsette første noteringsdag, senest innen 26. mai 2004. Selskapet skal inngå primærnoteringsavtale med Oslo Børs.

Administrasjonen gis fullmakt til å avgjøre hvorvidt selskapet skal noteres på SMB- eller hovedlisten.

### **3.2.4 Catch Communications ASA – ledelsens uavhengighet(børsens brev til selskapet 24.03.2004)**

Vi viser til Deres søknad av 24. februar 2004 og har gleden av å meddele at børsstyret i dag fattet vedtak med følgende konklusjon:

"Børsstyret vedtok å ta aksjene i Catch Communications ASA opp til notering ved Oslo Børs. Det forutsettes at selskapet oppnår tilstrekkelig spredning. Børsdirektøren gis fullmakt til å beslutte listeplassering, og til å fastsette første noteringsdag, senest 28. april 2004."

Børsstyret finner likevel grunn til å vise til administrasjonens påpekning av det uheldige ved at European Billing Partner AS som eies av personer som også er sentrale i ledelsen i Catch Communications er en vesentlig leverandør av tjenester til selskapet. Børsstyret slutter seg til administrasjonens oppfordring om å organisere forholdet på en måte som i en sterkere grad tar hensyn til retningslinjer som i den senere tid er fremsatt for god selskapsledelse og virksomhetsstyring.

### **3.2.5 Odfjell Invest Ltd. -virksomhetens og selskapets varighet, styrets uavhengighet, disponentselskap (børsstyrets vedtak 02.09.2004)**

#### 1. Innledning

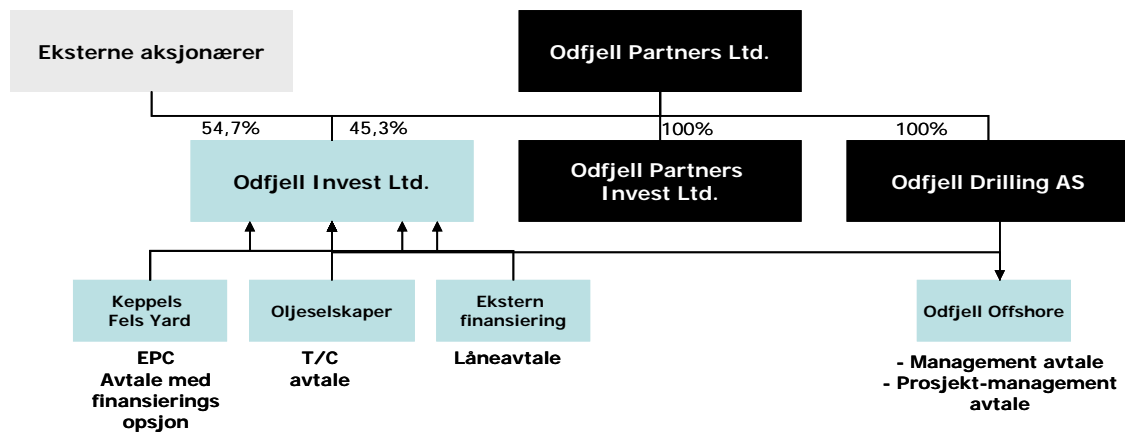
Odfjell Invest Limited (heretter benevnt "Odfjell Invest" eller "selskapet") har ved styreformann Ketil Lenning i brev datert 4. august 2004, søkt om opptak av selskapets aksjer til notering på SMB-listen ved Oslo Børs.

Selskapet ble stiftet 1. mars 2004 på Bermuda. Selskapet har inngått en kontrakt med et verft i Singapore om bygging av en oppjekkbar rig ("jack-up") med et Mod V-B design. Odfjell Invest har videre en opsjon på bygging av to tilsvarende rigger ved samme verft.

#### 2. Virksomhetsbeskrivelse

Odfjell Invest har i dag kun et prosjekt som omfatter bygging, markedsføring og drift av en Mod V-B design jack-up rigg. Selskapet har en kontrakt med verftet Keppel FELS Shipyard Ltd. ("KFELS") om bygging av riggen. Odfjell Invest har videre en opsjon om bygging av to tilsvarende rigger ved samme verft. Selskapet opplyser om at kontraktsprisen for riggen er USD 114 millioner, og riggen forventes overlevert primo mai 2006. Selskapet opplyser videre at man planlegger å markedsføre den nye riggen mot markeder som Midtøsten, India og Sydøst Asia, men riggen vil også kunne benyttes i andre markeder.

Odfjell Invest er i følge selskapet et resultat av Odfjell Partners og Odfjell Drillings ønske om å utvikle et nytt forretningsområde innenfor jack-up rigg segmentet i samarbeid med eksterne investorer. Odfjell Invest har ikke egne ansatte men har inngått avtaler med Odfjell Offshore vedrørende administrasjon av prosjektet for bygging av riggen, samt administrasjon, drift og bemanning av riggen etter levering (se avsnitt 3 for nærmere beskrivelse av avtalene). Odfjell Drilling/Odfjell Offshore har inngått en egen avtale med Oslo Børs vedrørende disponentselskaper, jf børsforskriften § 2-6.



Odfjell Drilling ble etablert av Odfjell familien i Bergen i 1973. Selskapet opplyser i sin søknad at siden 1973 har Odfjell Drilling vært engasjert i bygging og drift av mer enn 25 bore- og produksjonsenheter over hele verden. I dag har Odfjell Drilling det vesentligste av sin virksomhet på den norske kontinentalsokkelen hvor man blant annet driver mobile boreenheter, faste og flytende produksjonsplattformer samt brønntjenester. Det opplyses videre om at Odfjell Drilling har hatt en omsetning i størrelsesorden NOK 2 milliarder de senere årene.

Som følge av at Odfjell Invest ble stiftet i mars 2004 oppfyller ikke selskapet børsforskriftens krav om at selskapet skal ha bestått og drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år. Selskapet opplyser overfor børsen at gjennom prosjekt- og driftsavtalene med Odfjell Offshore vil Odfjell Invest få tilgang til ledelse og en organisasjon med omfattende erfaring fra bransjen.

Selskapet opplyser videre i sin søknad at Odfjell Invests finansielle status i stor grad vil avhenge av markedet for utleie av jack-up rigger og at informasjon om blant annet dagratene, som denne type rigger oppnår, tilflyter markedet fortløpende gjennom ulike kanaler. Odfjell Invest opplyser videre overfor børsen at en investor på grunnlag av den finansielle informasjonen som vil bli inntatt i introduksjonsprospektet vil ha tilstrekkelig informasjon til å kunne ha en begrunnet oppfatning om hvordan selskapets fremtidige finansielle stilling antas å bli.

#### Dispensasjon fra kravet om 3 –års virksomhet

I henhold til børsforskriften § 2-1 tredje ledd, skal selskapet ha bestått og drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år. Børsen kan dispensere fra dette i særlige tilfeller. I henhold til børsregulering 5/2001 kan børsstyret dispensere fra kravet til tre års virksomhet når dette er begrunnet i allmennhetens og investorenes interesse samt at markedet på annen måte har tilstrekkelig opplysninger til å danne seg en begrunnet oppfatning om selskapet og de verdipapirer som søkes notert.

Etter børsens oppfatning kan selskapets innvilges dispensasjon fra kravet om at selskapet skal ha bestått og drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år. Begrunnelsen for dette er at selskapet opererer innenfor en bransje med etablerte benchmarks og kjente risikoforhold som bør gi investor godt grunnlag for å prise aksjene.

#### 4. Økonomisk situasjon

Selskapet ble stiftet i mars 2004 og har derfor ikke tidligere avlagt årsregnskap og årsberetning. Nedenfor følger resultatregnskap for første halvår 2004 og balanse per 30.06.2004.

<b>Income statement (USD)</b>	<b>30 June 2004</b>
Income	
Interest income	30 240
<b>Total income</b>	<b>30 240</b>
Expenses	
Legal fees/ IPO costs	134 756
Management fee	143 000
Company tax	1 780
Other expenses	7 299
<b>Total expenses</b>	<b>286 835</b>
<b>Net profit/(loss)</b>	<b>(256 596)</b>

<b>Balance sheet (USD)</b>	<b>30 June 2004</b>
<b>ASSETS</b>	
Cash and bank deposits	18 720 338
Prepaid expenses	4 166
Jack-Up Rig (work-in-progress)	25 010 000
<b>Total assets</b>	<b>43 734 504</b>

<b>Balance sheet (USD)</b>	<b>30 June 2004</b>
<b>LIABILITIES</b>	
Short-term liabilities	223 000
<b>EQUITY</b>	
Share capital	45 000 000
Transaction costs	(1 231 900)
Current earnings	(256 596)
Total equity	43 511 504
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>43 734 504</b>

#### Kommentar til tallene

Selskapet har hittil ikke hatt driftsinntekter og begrensede kostnader. Odfjell Invest har ikke rentebærende gjeld. Riggeren regnskapsføres som anlegg under tilvirkning. Selskapet er hittil finansiert ved egenkapital. Selskapet avlegger for øvrig regnskapene etter IFRS.

#### Soliditet og likviditet

I henhold til regelverket for opptak skal høyvekstselskaper og selskaper som er i en prekommersiell fase, ha nok tilgjengelige likvide midler i form av bankinnskudd, verdipapir eller lignende til å kunne drive videre i ca 18 måneder innenfor det virksomhetsomfanget det legges opp til. Øvrige selskaper som søker om børsnotering må sannsynliggjøre at de vil kunne drive videre i ca ett år innenfor planlagt virksomhetsomfang, jf børs sirkulære 5/2001.

Selskapet opplyser overfor børsen at den første riggen som forventes å bli overlevert i mai 2006 allerede er fullfinansiert. Kontraksprisen på riggen er rundt USD 114 millioner, og av dette er allerede 20 prosent av kjøpesummen betalt. Verftet har i tillegg gitt selskapet en opsjon på finansiering av de resterende 80 prosent av kjøpesummen. Odfjell Invest hadde per 30.06.2004 en kontant beholdning på USD 18,7 millioner. I tillegg kommer eventuelt provenyet fra emisjonen som planlegges i forbindelse med børsnoteringen.



Selskapet opplyser videre i sin søknad at dersom det skulle være vanskelig å skaffe tilfredstillende engasjementer for riggen etter levering, forventer selskapet å ha tilfredstillende arbeidskapital for en ca. 6 måneders opplagsperiode. Odfjell Invest opplyser overfor børsen at riggen har et design som er kjent i markedet og vanligvis foretrekkes nye rigger ved kontraktstildeling. I følge selskapet vil risikoen først og fremst knytte seg til hvor gode engasjementer riggen oppnår enn det at riggen vil bli liggende i opplag.

Selskapets kapitalbehov innenfor en 18 måneders periode vil i første omgang knytte seg til risikoen for kostnadsoverskridelser og forsinkelser med å få riggen ferdigstilt. Odfjell Invest opplyser overfor børsen at selskapet anser denne risikoen for lav og begrunner dette med at det er inngått en fastpriskontrakt med verftet, den kontraherte riggen er basert på utprøvd teknologi, samt at verftet har bygget flere tilsvarende rigger tidligere. Selskapet opplyser videre at Odfjell Offshore har innhentet en uavhengig vurdering av byggekontrakten med spesifikasjoner. Denne vurderingen er gjennomført av Noble Denton og resultatet fra undersøkelsen, som er presentert for børsen, konkluderer med at prosjektet representerer en begrenset kommersiell risiko for Odfjell Invest.

Oslo Børs anser det tilstrekkelig sannsynliggjort overfor børsen at det utarbeidede likviditetsbudsjettet bygger på rimelige forutsetninger, og at budsjettet viser selskapets likviditetsbehov for de neste 18 måneder.

[...]

#### Nærstående avtaler

Odfjell Offshore er disponentselskap for Odfjell Invest. Det er inngått to avtaler mellom selskapene vedrørende administrasjon av prosjektet for bygging av den første riggen, administrasjon, drift og bemanning av riggen etter levering.

Den første avtalen er en Project Management Agreement hvor Odfjell Offshore skal administrere prosjektet for bygging av den første riggen. Odfjell Offshore skal i følge selskapets søknad utføre følgende oppgaver på vegne av selskapet:

- overvåke KFELS` oppfyllelse av byggekontrakten og utføre de oppgaver som påligger selskapet i henhold til kontrakten;
- representerer selskapet ved testing og prøving av riggen, og sørge for overtakelsen av riggen når den er ferdigstilt;
- bidra med tilstrekkelige ressurser til prosjektledelse og administrasjon av en arbeidsgruppe som skal være stasjonert på verftet, samt gjennomføre regelmessige møter med KFELS.

Selskapet opplyser overfor børsen at avtalen er inngått på markedsmessige vilkår. Avtalen er priset med et fast honorar og Odfjell Offshore skal motta USD 3 millioner for de tjenestene som skal ytes. Selskapet viser i sin søknad til prising av tilsvarende avtaler i markedet.

	<b>Odfjell Invest</b>	<b>Sinvest(*)</b>	<b>Mosvold(*)</b>	<b>Petrol</b>
Prising av Project Management Agreement	3 000 000	1 900 000	2 500 000	3 000 000
Dekning av Initiale prosjekt kostnader	1 500 000	2 500 000	2 500 000	3 000 000

(\*) Gjelder bygging av to rigger

Som det fremgår av tabellen over er den prisen selskapet betaler Odfjell Offshore i samsvarer med hva andre aktuelle prosjekter i markedet betaler for tilsvarende tjenester.

Den andre avtalen selskapet har inngått med Odfjell Offshore er en Management Agreement hvor Odfjell Offshore skal forestå administrasjon, drift og bemanning av

riggen etter overlevering. Det opplyses overfor børsen at følgende oppgaver er dekket av avtalen:

- markedsføre riggen i markedet og forestå kontrahering av riggen;
- sørge for at selskapet oppfyller alle sine forpliktelser under selskapets finansieringsavtale;
- ivareta operasjonell drift av riggen, herunder sørge for at Odfjell Invest oppfyller de forpliktelser selskapet måtte ha under inngåtte certepartier samt gjeldende lovgivning og regelverk;
- ivareta bemanning og forsikring av riggen;
- yte ulike administrasjonstjenester til Odfjell Invest, herunder regnskap og rapportering.

Selskapet opplyser videre overfor børsen at i henhold til avtalen har Odfjell Offshore forpliktet seg til å etterleve Odfjell Invests opplysningsplikt etter børsloven § 5-7, samt andre regler som Odfjell Invest ville vært underlagt om selskapet selv hadde ivaretatt driften.

For de tjenestene Odfjell Offshore yter i henhold til denne avtalen skal selskapet dekke Odfjell Offshores faktiske kostnader med et tillegg på fem prosent. Selskapet opplyser over for børsen at tilsvarende avtaler har gjennom de siste årene vært gjenstand for en grundig gjennomgang fra Sentralskattekontorets side for å verifisere at prisingen er forretningsmessig ut fra en "transfer pricing" problemstilling. Dette ble gjort som ledd i Sentralskattekontorets gjennomgang av prising av tjenester mellom selskaper innenfor og utenfor rederibeskatningen hos alle de store riggoperatørene i Norge, dvs. Odfjell Drilling, Smedvig og Fred Olsen Energy. Odfjell Invest opplyser overfor børsen at sentralskattekontoret konkluderte på grunnlag av gjennomgangen med at den forretningsmessige risikoen partene tar er gjenspeilet i prissettingen og at prisingen således var forretningsmessig. Selskapet opplyser at de samme prinsipper er lagt til grunn ved prising av Management avtalen mellom Odfjell Invest og Odfjell Offshore.

Overfor børsen har selskapet i tilstrekkelig grad sannsynliggjort at avtalene med Odfjell Offshore er inngått på markedsmessige vilkår. Børsen anser derfor at det ikke er til hinder for en børsnotering av Odfjell Invest at hovedaksjonær i selskapet vil være en eksklusiv leverandør av administrative tjenester til selskapet.

#### 4. Organisasjon og ledelse

##### Selskapets styre

I henhold til selskapets vedtekter ("bye-laws") skal Odfjell Invest ha et styre bestående av minst fire medlemmer. Selskapets styre består av følgende personer:

- Ketil Lenning (styreformann), administrerende direktør i Odfjell Drilling
- Kjetil Grønskag, grunnlegger av GS Agencies Ltd. Eier 45 prosent av aksjene
- Cecilie Astrup, medlem av flere styrer, bl.a. Astrup Fearnley AS, Gironde AS
- Frode Aschim, partner Range Capital Group
- Kay Thorkildsen, styreformann og eier i IMS International Gibraltar Ltd.

I henhold til børs sirkulære 5/2001 skal styret bestå av minst 50 prosent styremedlemmer som er uavhengig av selskapets administrasjon og hovedforretningsforbindelse. Videre må minst to av styremedlemmene være uavhengig av selskapets hovedaksjonær (eier direkte eller indirekte 10 prosent eller mer av aksjene eller stemmene).

For Odfjell Invest sin del anses fire av fem styremedlemmer å være uavhengige av selskapets administrasjon og hovedforretningsforbindelse. Videre anses tre av fem styremedlemmer uavhengige av hovedaksjonær. Styret tilfredstiller således børsens krav til uavhengighet.

Selskapets ledelse

Selskapets ledelse består av følgende personer:

- Erik Askvik, direktør forretningsutvikling
- Atle Sæbø, finansdirektør
- Jannike A. Myre, direktør KHMS
- Bengt A. Olsen, personaldirektør
- Terje Iversen, finanssjef

Erik Askvik er ansvarlig for oppfølgingen av Odfjell Offshores forpliktelser og oppgaver under avtalene Odfjell Offshore har inngått med selskapet. Imidlertid er Ketil Lenning som administrerende direktør i disponenten Odfjell Drilling/Odfjell Offshore overordnet Erik Askvik, samtidig som Lenning er styreformann i selskapet. Dersom selskapet hadde vært underlagt norsk selskapslovgivning ville denne organisering i realiteten kunne være tvilsom i forhold til prinsippet i allmennaksjelovens § 6-1 hvor det fremgår at daglig leder ikke kan velges til styreleder. Børsen anser heller ikke denne organisering til å være i overensstemmelse med anbefalingene for eierstyring og selskapsledelse.

Selskapet opplyser overfor børsen at man vil endre styresammensetningen i forbindelse med børsnoteringen slik at Kjetil Grønskag vil overta vervet som styreformann og Lenning blir ordinært styremedlem.

Det foreligger ingen indikasjon på at selskapets ledelse ikke har tilstrekkelig kompetanse til å kunne gjennomføre den forretningsidè og aktivitet selskapet legger opptil. Vedtak om notering må imidlertid gjøres betinget av at selskapet før børsnotering har endret styresammensetning slik at Ketil Lenning ikke lengre innehar vervet som styreformann.

[...]

Børsstyret vedtok å ta aksjene i Odfjell Invest Ltd. opp til notering på SMB-listen ved Oslo Børs. Det gis dispensasjon fra kravet om at selskapet skal ha bestått i minst tre år og drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år. Det forutsettes at selskapet gjennom den planlagte emisjonen oppnår tilstrekkelig spredning i form av antall børsposteiere for notering på SMB-listen. Det forutsettes videre at det utarbeides et prospekt som tilfredstiller kravet i børsforskriften til prospekt ved børsintroduksjon. Det forutsettes også at selskapet før første noteringsdag endrer styresammensetningen ved at Ketil Lenning fratrer vervet som styreformann. Selskapet må innen første noteringsdag inngå egen avtale med børsen vedrørende disponentavtaler, jf børsforskriften § 2-6. Børsdirektøren gis fullmakt til å fastsette første noteringsdag, senest innen 27. oktober 2004.

### **3.2.6 Aker ASA – Regnskapsspørsmål (børsstyrets vedtak 02.09.2004)**

[...]

Kommentarer til resultatregnskap og balanse

Administrasjonen diskuterer enkelte regnskapsmessige forhold med selskapet som p.t antas å ikke være til hinder for notering. Dette gjelder tidspunkt for konsernetablering

der Kværner ASA ble datterselskap i Aker RGI Holding AS konsernet. Eventuell endring i forhold til det som selskapet så langt har lagt opp til vil antagelig påvirke både resultat- og balansestørrelser for historiske sammenligningstall og for fremtidige tall. Administrasjonen er i dialog med børsens eksterne rådgivere i spørsmålet.

[...]

### **3.2.7 Active 24 ASA (Regnskapsføring – rapporteringskapasitet) børsstyrets vedtak oktober 2004)**

#### Innledning

Active 24 ASA (heretter benevnt "Active" eller "selskapet") har ved administrerende direktør Anders Eriksson og finansdirektør Thomas Christensen i brev datert 29. september 2004, søkt om opptak av selskapets aksjer til notering på SMB-listen ved Oslo Børs. Styret ga Anders Eriksson og Thomas Christensen fullmakt til å signere søknaden på vegne av styret.

Active er en leverandør av internett-relaterte tjenester. Produktspekteret omfatter blant annet webhotell, registrering av domenenavn og e-postløsninger. Selskapet leverer standardiserte løsninger og henvender seg først og fremst til små og mellomstore bedrifter. Selskapet har sin virksomhet organisert rundt i Europa med kontorer og datasentre i Norge, Sverige, England, Nederland og Tsjekkia.

[...]

#### Administrative rutiner

I henhold til børs sirkulære nr 5/2001 punkt 3.4.5 vil ikke selskap bli tatt opp til notering dersom det er forbehold i siste års revisorberetning. Videre fremgår det av nevnte sirkulære at presiseringer i samme beretning i forbindelse med opptaksprosessen vil bli vurdert konkret og vil kunne ha betydning dersom de er så alvorlige at selskapet av den grunn anses uegnet for notering. Forbehold i tidligere års revisorberetninger er ikke omhandlet i sirkulæret. I henhold til sirk 5/2001 punkt 3.4.2 skal selskapet ha tilstrekkelig kompetanse til å oppfylle kravene til korrekt informasjonsgivning og – håndtering. Videre skal selskapet ha tilstrekkelig faglig kompetanse til å avlegge regnskaper i henhold til kravene i børsforskriften og god regnskapsskikk. Forbehold i tidligere års revisorberetning kan gi indikasjon på selskapets evne til å oppfylle kravene til finansiell rapportering og kan derfor allikevel etter en helhetsvurdering være av betydning for selskapets egnethet for børsnotering.

Selskapets revisor har i forbindelse med avleggelsen av årsregnskapet for 2001 og 2002 avgitt revisjonsberetning med forbehold begrunnet i selskapets manglende/utilfredsstillende regnskapsrutiner og interne kontrollrutiner. Et av forholdene som ble spesielt påpekt av revisor var ikke tilstrekkelige rutiner knyttet til periodiseringer av inntekter og kostnader. Selskapet har overfor børsen opplyst at frem til 2001 var selskapet i en oppstartsfase hvor man i løpet av 2001 gikk over i en driftsfase. Blant annet hadde selskapet "outsourcet" regnskap og rapporteringsfunksjonen frem til tredje kvartal 2001. Etter dette tidspunktet har Active hatt egen økonomifunksjon i selskapet. Videre opplyser selskapet at det i 2001 ble gjennomført betydelig nedbemanning som igjen medførte problemer med den interne kontrollfunksjonen.

Selskapet har opplyst at det på bakgrunn av revisors tilbakemelding har gjennomført ulike interne prosjekter for å forbedre både interne kontrollrutiner og regnskapsrutiner. Disse prosjektene har i følge selskapet resultert i at Active i løpet av 2003 fikk betryggende kontroll over de interne systemene, funksjonene og kontrollhandlingene.

Selskapet viser i denne sammenhengen til at revisor har utstedt en revisjonsberetning for 2003 uten forbehold eller presiseringer.

I denne sammenhengen vises det til at selskapets nåværende ledelse er relativt ny i selskapet. Med unntak av Sjoerd van der Maaden og Henco Bouwman er den øvrige ledelsen ansatt i selskapet etter høsten 2003.

På bakgrunn av ovennevnte forhold har børsen stilt spørsmål ved om selskapet har kompetanse og rutiner som vil ivareta de plikter selskapet får som børsnotert. Selskapet hevder at de rutiner som er etablerte er tilstrekkelig kvalitetssikret med hensyn på fremtidig rapportering. Dette ble også bekreftet av selskapets revisor i eget møte med børsen. Selskapet har videre avlagt en kvartalsrapport for tredje kvartal 2004 som i stor grad tilfredsstillende kravene i delårsrapporteringsstandarden. Rapporten for tredje kvartal 2004 viser en klar forbedring fra rapporten for andre kvartal 2004.

Overfor børsen har Active i tilstrekkelig grad sannsynliggjort at selskapet nå har tilstrekkelige regnskaps- og kontrollrutiner som imøtekommer de krav som stilles til børsnoterte selskaper.

[...]

Børsstyret vedtok å ta aksjene i Active 24 ASA opp til notering på SMB-listen ved Oslo Børs. Det forutsettes at det utarbeides et prospekt som tilfredsstillende kravet i børsforskriften til prospekt ved børsintroduksjon. Børsdirektøren gis fullmakt til å fastsette første noteringsdag, senest den 24. november 2004.

### **3.2.8 Sevan Marine ASA – prekommersialitet – styrets uavhengighet – krav til rutiner (børsstyrets vedtak 24.11.2004)**

#### **Innledning**

Sevan Marine ASA (heretter "Sevan Marine" eller "selskapet") har den 27. oktober 2004 innsendt søknad om opptak av selskapets aksjer på Oslo Børs' SMB-liste. Søknaden er signert av administrerende direktør Jan Erik Tveteraas i henhold til fullmakt gitt av selskapets styre, og følger vedlagt (Vedlegg 1 "Søknaden"). Oslo Børs har etter nærmere samtaler med selskapet også mottatt et supplement til søknaden (Vedlegg 2 "Supplementet").

#### **Selskapet og virksomheten**

Sevan Marine ASA ble etablert i februar 2001. Selskapets aksjekapital er NOK 12.410.184,20 fordelt på 62.050.921 aksjer a NOK 0,20. Aksjene omsettes daglig i OTC-markedet, og per 11. november prises selskapet til MNOK 434.

Selskapets hovedprodukt er en sylinderformet plattform egnet for produksjon og lagring av olje og gass på alle vandyp og i alle havområder, kalt SSP. Plattformen er opplyst å ha langt større stabilitet, ha større lagringskapasitet og være billigere å bygge enn alternative installasjoner eller FSPO produksjonsskip.

På søknadstidspunktet har selskapet en plattform (SSP 300 FSO) under bygging i Kina. Plattformen skal i henhold til kontrakten ferdigstilles tredje kvartal i 2005. Plattformen har en total byggekostnad på MUSD 33 og er finansiert ved egenkapital og lån fra Export-Import Bank of China på MUSD 13. Selskapet har foreløpig ikke inngått driftsavtale for plattformen men er etter det opplyste i konkrete forhandlinger med flere potensielle kunder. For ytterligere virksomhetsbeskrivelse se Søknaden punkt 2.2. For beskrivelse av finansiering se Søknaden punkt 2.4.

## Vilkår for notering på SMB-listen

### Økonomisk situasjon

Nedenstående tabell viser utvalgt finansiell informasjon for Sevan Marine-konsernet:

<i>Beløp i NOK millioner</i>	Pr 30.9.2004	Pr 31.9.2003	2003	2002	2001
Omsetning	1,0	2,8	3,6	4,7	3,9
Driftsresultat	-12,4	-7,7	-8,9	-11,1	-9,1
Resultat etter skatt	-9,2	-6,1	-7,2	-7,3	-6,6
Sum egenkapital	153,5	13,7	12,4	9,1	17,2
Sum eiendeler	158,5	15,2	14,4	14,6	23,8

Tallene ovenfor er hentet fra konsernregnskapet per tredje kvartal 2003 og 2004. Det vises for øvrig til Søknadens punkt 3.7, samt vedlegg 12 til Søknaden som på forespørsel kan oversendes børsstyrets medlemmer.

Selskapets egenkapitalandel var per 3. kvartal 2004 97%. Etter utbetaling av MUSD 13 byggelån og planlagt emisjon på MNOK 35 vil egenkapitalprosenten være 78%.

Selskapet har i søknaden anført at det med den drift som er planlagt for konsernet vil ha tilstrekkelig likviditet til drift i minst 18 måneder uten tilførsel av likviditet (se Søknaden punkt 3.7.3). Dette forutsetter imidlertid at det inngås driftsavtale for plattformen ved ferdigstilling, i tråd med selskapets antakelser. Selskapet har imidlertid ikke inngått driftsavtale for plattformen på tidspunktet for søknad for børsnotering. Børsen må derfor ta utgangspunkt i den foreliggende situasjon ved vurderingen av spørsmålet om likviditet til drift av selskapet. I tråd med det "worst case scenario" selskapet har oppstilt i vedlegg 17 til søknaden, legger børsen derfor til grunn at selskapet må innhente MNOK 35 i den planlagte emisjonen i november 2004 for å oppfylle kravet om 18 måneders likviditet. Dette er en betingelse for notering.

### Egnethetsvurderingen

Børsen har ovenfor i punkt 3 gjennomgått vilkårene for notering slik disse fremgår av børsforskriften §§ 2-1 til 2-4 samt børs sirkulære nr 5/2001. Med unntak av at det oppstilles et krav om innhenting av MNOK 35 for å oppfylle kravet om 18 måneders likviditet, fremstår intet enkeltvilkår i seg selv å være til hinder for notering av selskapet.

I henhold til børsloven § 5-6 og børsforskriften § 2-1 oppstilles også et krav om egnethet som fordrer en ytterligere skjønnsmessig vurdering fra børsens side. I relasjon til vilkåret om egnethet kommer også de mer skjønnsmessige vurderingene knyttet til vilkårene om allmenn interesse og aksjenes antatte regelmessige omsetning. Børsen har tillagt følgende forhold vekt i den egnethetsvurdering som er foretatt:

Selskapet er i en tidlig fase. Selskapet består i realiteten av ett prosjekt; byggingen av SSP 300 FSO. Det foreligger på søknadstidspunktet ingen driftsavtale for plattformen etter ferdigstilling. Selskapet har som følge av virksomhetens prekommersielle karakter ikke hatt driftsoverskudd i den periode det har eksistert. Selskapets administrasjon og styre er i noen grad preget av å være et selskap i en tidlig fase. Selskapet har blant annet på søknadstidspunktet ikke egen økonomi- og finansansvarlig. Denne funksjonen fylles av administrerende direktør Jan Erik Tvetraas. Videre er selskapet preget av grundernes (dvs Tvetraas, Smedal og Syversen) sterke posisjon både i selskapets ledelse og styre. De nevnte grunderne eier totalt ca 22 % av selskapets aksjer.

Det kommersielle potensialet for selskapets produkt vil være en vesentlig usikkerhetsfaktor inntil selskapet inngår avtaler om salg eller utleie av plattformen. Selskapet har levert flere tilbud på FSO-leveranse til oljeselskaper og utbyggingsprosjekter, og har i den forbindelse gjennomgått en prekvalifikasjonsprosess, som innebærer en gjennomgang og til dels godkjenning fra kundens side av plattformens teoretiske spesifikasjoner og den anvendte teknologi. Selskapet har opplyst at det er i konkrete forhandlinger med potensielle kunder. Selskapet har sikret sin egenutviklede teknologi ved patenter. Søknad om patent er registrert i Norge og andre relevante jurisdiksjoner. Selskapets teknologi er også klassegodkjent av DNV. Selskapets kommersielle situasjon skiller seg ikke i det vesentlige fra andre tilsvarende prosjekter som er tatt opp til notering ved Oslo Børs. Fra den senere tid vises det til Odfjell Invest Limited (sak 83/04). Det vises videre til at selskapets virksomhet ligger innenfor en bransje som det norske markedet er velkjent med. Det norske markedet er også kjent med tilsvarende konsepter i andre børsnoterte selskaper.

Børsen viser videre til at selskapets nøkkelpersoner har en bred erfaring innen samme bransje, til dels også fra andre (tidligere) børsnoterte selskaper (Navis ASA), se Søknaden punkt 3.2.8. I forbindelse med børsnoteringen vil tre sentrale aksjonærer (Smedal, Syvertsen og Tvetraas) forplikte seg til ikke å avhende sine Sevan Marine-aksjer. Salgsrestriksjonen vil gjelde for en periode på 12 måneder fra første noteringsdag. Totalt eier disse aksjonærene direkte eller indirekte 13.628.681 aksjer. Bindingsavtalen omfatter samtlige aksjer med unntak av 500.000 aksjer for hver av de nevnte personer. Hver av de nevnte personer kan selge 1/3 av 500.000 aksjer etter hhv 3, 6 og 9 måneder.

Børsen har stilt spørsmål ved selskapets evne til å ivareta økonomi- og finansfunksjonen med den nåværende bemanning. PWC har i sin due diligence rapport påpekt at denne funksjonen forutfor børsnotering er tilfredsstillende ivaretatt av administrerende direktør, med bistand fra innleid regnskapsfører. PWC synes imidlertid å antyde at selskapet etter notering vil være tjent med å ha en egen ressurs ansatt i selskapet, som er dedikert til å oppfylle de finansielle rapporteringskrav som følger for børsnoterte selskaper. Børsen er også av den oppfatning at ansettelse av en økonomi- og finansansvarlig vil være hensiktsmessig, særlig med tanke på de forpliktelser selskapet vil få som følge av IFRS implementeringen. Som følge av den dialog som har vært mellom selskapet og børsen forutfor opptaksvurderingen, har selskapet uttrykt at de så snart som praktisk mulig, trolig innen utløpet av november 2004, vil ansette en godt kvalifisert person dedikert til disse oppgaver. Børsens administrasjonen stiller spørsmål ved om det som vilkår for opptak av selskapet bør oppstilles krav om ansettelse av kvalifisert ressurs for ivaretagelse av økonomi- og finansfunksjon, og ber om børsstyrets innspill til dette.

Børsen har også forutfor opptaksvurderingen drøftet styrets uavhengighet til administrasjonen med selskapet. Styret oppfyller per søknadstidspunktet formelt de krav om uavhengighet som oppstilles i børs sirkulære nr 5/2001, da 3 av 5 styremedlemmer er uavhengig av selskapets administrasjon, hovedforretningsforbindelse og hovedaksjonærer. Børsen har imidlertid påpekt overfor selskapet at det er uheldig at Arne Smedal, som er grunder og eier ca 11 % av selskapets aksjer samt sentral i selskapets ledelse, innehar vervet som styreformann. Børsen har påpekt at styreformannens rolle i praksis er svært sterk og at det er ønskelig at en person uavhengig av ledelsen innehar dette vervet. Etter børsens vurdering vil dette være best i tråd med god corporate governance, for å sikre at styret har den tilstrekkelige uavhengighet til å kontrollere ledelsen. Selskapet har i henhold til Supplementet punkt 8 gitt uttrykk for at det i ekstraordinær generalforsamling den 18. november vil vedta at styremedlemmet Wilhelmsen overtar vervet som styrets leder. Smedal vil etter det inngå som ordinært styremedlem i selskapet. Under den forutsetning mener børsen at styrets uavhengighet fra administrasjonen er tilstrekkelig sikret. Det er et vilkår for notering at generalforsamlingen den 18. november 2004 treffer vedtak i tråd med dette.

Når det gjelder markedets interesse for selskapets aksjer vises det til at aksjen på fondsmeglerforbundets liste har vært gjenstand for hyppig omsetning (se Søknaden punkt 3.5). I henhold til statistikk fra markedet for unoterte aksjer, innhentet av selskapets rådgivere, har det i tredje kvartal og hittil i november vært omsatt i snitt 149.000 aksjer pr dag . Det vises videre til at selskapet som unotert selskap i januar og mars 2004 gjennomførte to rettede emisjoner hvor det totalt hentet inn MNOK 161. Totalt deltok 77 investorer i disse rettede emisjonene (se Søknaden 2.4.1).

Etter gjennomgangen av de ovennevnte forhold mener børsen at selskapet til tross for at det er i en tidlig fase og uten kommersielle kontrakter for drift er egnet for opptak til notering. I positiv retning trekker det at selskapet opererer innenfor en bransje og har et konsept som er velkjent i det norske markedet. Videre vises det til at selskapet som unotert har vist seg å tiltrekke investorers interesse, og vært gjenstand for regelmessig omsetning. Konklusjonen er basert på at selskapet oppfyller de betingelser som er nevnt ovenfor og som også fremgår av punkt 7.

[...]

Børsstyret vedtok å ta aksjene i Sevan Marine ASA opp til notering på SMB-listen ved Oslo Børs. Det forutsettes at selskapet henter inn MNOK 35 ved ny emisjon forutfor notering, at samtlige aksjer som noteres har identiske utbytterettigheter samt at det utarbeides et prospekt som tilfredsstillende kravet i børsforskriften til prospekt ved børsintroduksjon. Det forutsettes at selskapet ansetter en kompetent person for å ivareta økonomi- og finansfunksjonen i selskapet. Børsdirektøren gis fullmakt til å fastsette første noteringsdag, senest den 21. desember 2004.

### **3.2.9 DynaPel Systems Inc - selskapets størrelse, krav til rutiner (børsstyrets vedtak 22.12.2004)**

#### Innledning

DynaPel Systems Inc. (heretter "Dynapel" eller "selskapet") har den 27. oktober 2004 innsendt søknad om opptak av selskapets aksjer på Oslo Børs' SMB-liste. Søknaden oversendt på selskapets vegne av advokatfirma Selmer, og signert av advokat Dag Erik Rasmussen etter fullmakt fra selskapets styre. Oslo Børs har etter nærmere samtaler med selskapet og dets rådgivere også mottatt et supplement ("Supplementet") til Søknaden i form av detaljerte svar på spørsmål børsen har stilt selskapet etter mottak av Søknaden. Søknaden og Supplementet er tilgjengelig hos administrasjonen og oversendes på forespørsel.

#### Selskapet og virksomheten

Dynapel ble etablert/registrert i 1992 i USA under navnet International Digital Technologies Inc., basert på egenutviklet teknologi relatert til applikasjon av avanserte algoritmer til analyse og kompresjon av digitalisert video. Selskapet kom i 1995 under kontroll av Kirch Gruppe GmbH ("Kirch"), et tysk konglomerat, og flyttet. Den finansielle støtte selskapet mottok fra Kirch opphørte i 1999, og Kirch gikk i 2001 konkurs i det som i Tyskland var en større finansskandale. Selskapet skiftet i 2000 navn til DynaPel Systems Inc.

I 2002 endret selskapet sin fokus mot utvikling av kommersielle produkter innen videoovervåking. Markedet for sikkerhet og overvåking har sett betydelig vekst siden 9/11 2001. En sentral utfordring er kostnaden knyttet til behovet for manuell betjening av overvåkningsutstyr. Selskapets teknologi muliggjør blant annet bevegelsesaktivering og automatisert styring, opptak og lagring av video. DynaPels produkter er videre av



såkalt "plug and play" type, det vil si komponentene kan enkelt integreres i eksisterende overvåkningssystemer, som en oppgradering av eksisterende videoåvåkningsutstyr.

I løpet av de senere år har DynaPel mottatt 8 patenter og søkt om ytterligere 18 patenter. Det vises i denne sammenheng til Søknaden punkt 14.2 og 14.3.

DynaPel utvikler og selger i dag programvare og maskinvare relatert til såkalt automatisert intelligent videoovervåkning og billedstabilisering. I tillegg produserer og selger selskapet programvare for stabilisering og redigering av digital video til fjernsynsbransjen og til private brukere av slike verktøy. Selskapet har ikke noen egen salgsorganisasjon, men er representert gjennom salgsapparatet til USA's ledende produsent av overvåkningskameraer, Pelco. DynaPel har 14 egne avtaler med Pelco's nettverk av regionale salgsorganisasjoner, som til sammen dekker hele USA.

Selskapets hovedmarked er USA, og man retter seg mot både det private videoovervåknings-markedet, så vel som mot strategiske offentlige sivile og/eller militære kontrakter. I førstnevnte marked er DynaPel både produktleverandør og såkalt OEM-leverandør (OEM=Own Equipment Manufacturer), dvs. selskapets produkter, komponenter og teknologi integreres i andre, ofte større, leverandørers produkter, mens i sistnevnte marked tar selskapet sikte på å være kun OEM-leverandør.

Selskapets salg har til nå i stor grad bestått av salg til det private markedet for videoovervåkning, i tillegg til online salg av egenutviklet programvare. Selskapet har imidlertid gjennomgått prekvalifikasjonsprosesser relatert til mulige leveranser som underleverandør til større kontrakter med amerikanske myndigheter, og har i inneværende år mottatt sine første ordre som OEM/underleverandør til kontrakter selskapets partnere har inngått med det amerikanske forsvaret.

For ytterligere virksomhetsbeskrivelse se Søknaden punkt 14 med underpunkter.

Vilkår for notering på SMB-listen

Økonomisk situasjon

Nedenstående tabell viser utvalgt finansiell informasjon for DynaPel Systems Inc.:

<i>Beløp i MNOK</i>	Pr 30.9.2004	Pr 30.9.2003	2003	2002	2001
Omsetning	0,6	1,2	1,6	1,4	1,4
Driftsresultat	-1,5	-1,6	-2,4	-2,2	-2,4
Årsresultat	6,9	-1,6	-2,4	-2,6	-2,4
Sum egenkapital	-0,7	-9,6	-10,5	-9,7	-8,4
Sum gjeld	-1,4	-10,2	-10,6	-9,9	-8,4
Sum eiendeler	0,7	0,5	0,2	0,3	0,9

Tallene ovenfor er hentet fra konsernregnskapet per tredje kvartal 2003 og 2004. Det positive resultatet per 3. kvartal 2004 skyldes føring av regnskapsmessige gevinster relatert til sletting/konvertering av gjeld og til terminering av royalty-avtaler. Selskapets egenkapital er i realiteten tapt, og selskapet har dekket sitt umiddelbare likviditetsbehov ved opptak av kortsiktig gjeld.

Den bemerkes at selskapet i 2002 byttet revisor, hvilket normalt ikke ville være å betrakte som positivt. Bytte av revisor fant sted på revisor KPMG's egen oppfordring, begrunnet med at KPMG også var revisor for Kirch Gruppe, som gikk konkurs i 2001. Det vises for øvrig til Søknadens punkt 15, samt vedlegg 8, 9, og 10 til Søknaden.

Til tross for at selskapet ikke kan betegnes som prekommersielt, har børsen valgt å betrakte selskapet som et høyvekstselskap, og dermed like fullt stilt krav om likvide midler tilstrekkelig for åtte måneders drift. Selskapet har i Søknaden anført at det med den drift som er planlagt for konsernet vil ha tilstrekkelig likviditet til drift i minst 18 måneder uten tilførsel av likviditet (se Søknaden punkt 15). De budsjetter og prognoser selskapet har fremlagt legger til grunn en til dels sterk og kontinuert omsetningsvekst. Børsen tar imidlertid utgangspunkt i dagens omsetning og kostnads/inntjeningsnivå ved vurderingen av spørsmålet om likviditet til drift av selskapet.

I tråd med det "worst case scenario" selskapet har fremlagt i vedlegg 11 til Søknaden, legger børsen derfor til grunn at selskapet må innhente MNOK 20 i den planlagte emisjonen i november 2004 for å oppfylle kravet om 18 måneders likviditet, og for å oppnå en tilfredsstillende egenkapitalsituasjon. Gjennomføringen av en slik emisjon settes som betingelse for notering.

[...]

#### Øvrige vilkår for notering

- Aksjene er fritt omsettelige.
- Det er ingen eier eller stemmerettsbegrensninger.
- Selskapets aksjer er registrert i VPS.
- Selskapet har markedsverdi på ca MNOK 25 før gjennomføring av emisjon på minimum MNOK 20.
- Selskapet er ikke involvert i rettstvister.
- Selskapet har eksistert i mer enn 3 år.
- Selskapet har drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst 3 år.
- Selskapet har offentliggjort årsregnskap og årsberetning de siste tre år.
- Selskapet har eierspredning på over 25 %.
- Selskapet på søknadstidspunktet 207 børsposteiere og (hvorav 190 uavhengige) og oppfyller minimumskravet.

#### Egnethetsvurderingen

Børsen har ovenfor i punkt 3 gjennomgått vilkårene for notering slik disse fremgår av børsforskriften §§ 2-1 til 2-4 samt børs sirkulære nr 5/2001. Med unntak av at det oppstilles et krav om innhenting av MNOK 20 for å oppfylle kravet om 18 måneders likviditet og for å oppnå en tilfredsstillende egenkapitalsituasjon, fremstår intet enkeltvilkår i seg selv å være til hinder for notering av selskapet.

I henhold til børsloven § 5-6 og børsforskriften § 2-1 oppstilles også et krav om egnethet som fordrer en ytterligere skjønnsmessig vurdering fra børsens side. I relasjon til vilkåret om egnethet kommer også de mer skjønnsmessige vurderingene knyttet til vilkårene om allmenn interesse og aksjenes antatte regelmessige omsetning. Børsen har tillagt følgende forhold vekt i den egnethetsvurdering som er foretatt:

Til tross for at selskapet har eksistert i en årrekke, er selskapet relativt umodent i sin nåværende form og med sin nåværende strategi og sitt nåværende kommersielle fokus. Selskapet har p.t. begrensede salgsvolum, men det hevdes i Søknaden at de salgskanaler som er etablert i inneværende år allerede begynner å gi resultater i form av økt ordreinngang. I tillegg knytter selskapet selv til dels store forventninger til eventuelle fremtidige kontrakter relatert til forsvarsindustrien i USA.

Selskapet hevder å være ledende innen sitt felt. Markedet for overvåkningsutstyr og digital videostabilisering antas å være en noe smal bransje, men selskapets maskinvare synes hyppig omtalt og avbildet på system- og komponent-leverandørers websider både i USA og internasjonalt. Selskapets navn, logo og varemerker gjengis ofte, og selskapet omtales konsekvent som ledende innen denne type produkter og teknologi. Selskapets

programvare vies til og med hederlig omtale på den anerkjente PC- og digital foto/video-kameraprodusenten Toshiba's internasjonale websider, inkludert referanser til selskapets navn, varemerker, patenterte teknologi og programvare, samt til DynaPels egne websider.

Det kommersielle potensialet for selskapets produkter er imidlertid ikke forsøkt vurdert av administrasjonen utover den utvikling som kan leses av selskapets faktiske salgstill.

Administrasjonen har i sin behandling av Søknaden, og i den forutgående dialog med selskapet og deres rådgivere, fremholdt viktigheten av at selskapet må være i stand til å levere pålitelig finansiell informasjon og rapportering, samt kunne håndtere utfordringer knyttet til betjening av børsens og markedets behov for presis og rettidig informasjon. Selskapet har i inneværende år foretatt både nyansettelser og reorganisering for å sikre at man har tilstrekkelige ressurser og en organisasjonsstruktur som muliggjør etterlevelse av relevante krav og regler. Videre har selskapet signalisert at organisasjonen vil bli ytterligere styrket innen finans og regnskap dersom selskapets forventede salgsvekst blir realitet.

Selskapets manglende evne i mars 2004 til å produsere reviderte årsregnskaper for 2002 og 2003 kan relateres til etterspillet etter Kirch-konkursen og likvideringen av DynaPel's tyske datterselskap, og synes tilfredsstillende redegjort for. Selskapet har imidlertid til gode å avlevere et fullstendig og revidert årsregnskap innen de frister som gjelder for børsnoterte selskaper, og vedtaksforslaget inneholder derfor et krav om at den styrking av økonomistaben som skisseres i søknaden som et fremtidig behov i lys av forventet vekst, gjennomføres i løpet av første kvartal 2005 for å sikre kvaliteten på selskapets konsoliderte regnskaper og finansielle rapportering.

Børsen har også forut for opptaksvurderingen drøftet styrets uavhengighet til administrasjonen med selskapet. Børsen har påpekt overfor selskapet at børsen ikke nødvendigvis deler selskapets oppfatning om at styremedlem Ralph Carballal kan anses som uavhengig, gitt hans befattning med, og funksjon i selskapet som fungerende CFO frem til 1. november 2004. Uavhengig av Carballals tilknytning oppfyller imidlertid styret på søknadstidspunktet formelt de krav om uavhengighet som oppstilles i børssirkulære nr 5/2001, da 2 av 4 styremedlemmer, herunder styrets leder, er uavhengig av selskapets administrasjon, hovedforretningsforbindelse og hovedaksjonærer.

Selskapets markedsverdi er per 12. desember i overkant av MNOK 25, basert på en aksjekurs på NOK 4. Dersom den planlagte emisjonen skjer til kurs 5 i henhold til rådgivers forventninger, vil selskapet etter emisjonen ha en markedsverdi på ca MNOK 52. Til tross for at selskapet er blant de minste, målt i markedsverdi, som i den senere tid har søkt sine aksjer notert på Oslo Børs, tilfredstilles kravet om en markedsverdi på minimum MNOK 8 for notering på SMB-listen.

Når det gjelder markedets interesse for selskapets aksjer har disse på fondsmeglerforbundets liste har vært gjenstand for en viss omsetning. I henhold til statistikk fra markedet for unoterte aksjer, innhentet av selskapets rådgivere, har de siste seks måneder vært omsatt i snitt 16% av mulige handelsdager, og når omsatt har volumet vært i snitt 35.325 aksjer pr dag. Det totale antall aksjer omsatt siste seks måneder tilsvarer en omløpshastighet per år på 24% av totalt antall aksjer utstedt. Det faktum at selskapet har 1.350 aksjonærer og en utenlandsandel på 25% kan også virke positivt på den oppmerksomhet og handel selskapet kan bli gjenstand for dersom børsnotert.

Etter en gjennomgang av de ovennevnte forhold mener børsen at selskapet, til tross for at det er i en tidlig kommersiell fase i forhold til dagens strategi og nye produktmiks og har et åpenbart behov for tilførsel av arbeidskapital, er egnet for opptak til notering på SMB-listen. Selskapets markedsverdi anses som lav men tilfredsstillende. I positiv retning vises det til at selskapets produkter og teknologi synes å ha en viss posisjon i sitt

marked. Videre har selskapet historisk sett vist seg å tiltrekke investorers interesse, det har en aksjonærbase med god spredning, og har i OTC-markedet vært gjenstand for regelmessig omsetning. Konklusjonen er basert på at selskapet oppfyller de betingelser som er nevnt ovenfor og som også fremgår av forslaget til vedtak.

[...]

Børsstyret vedtok å ta aksjene i DynaPel Systems Inc opp til notering på SMB-listen ved Oslo Børs. Det forutsettes at selskapet henter inn MNOK 20 ved ny emisjon forut for notering, at det foreligger et godkjent introduksjonsprospekt, samt at selskapet innen utløpet av første kvartal 2005 styrker selskapets kompetanse til å forestå finansiell rapportering ved en nyansettelse på konsernnivå. Børsdirektøren gis fullmakt til å fastsette første noteringsdag, senest den 27. januar 2005

### **3.3 OVERFØRING MELLOM HOVEDLISTE OG SMB-LISTEN**

Ingen i 2004.

### **3.4 FORTSATT NOTERING VED FISJON/FUSJON, BF § 2-7**

#### **3.4.1 Oversikt**

Tre nye selskaper etter fisjon:

Yara International (fisjon fra Norsk Hydro ASA)  
IBAS Holding ASA (fisjon fra Norman ASA)  
Golden Ocean Group Limited (fisjon fra Frontline Ltd)

I Norman-fisjonen er teknisk sett det gamle noterte selskapet også slettet, og notert igjen som et nyopprettet selskap, men under samme navn. Ett nytt selskap DiaGenic er notert etter fusjon med Mefjorden.

#### **3.4.2 Vedr fisjon og notering av Golden Ocean Group Limited – midlertidig dispensasjon styresammensetning (brev av 14.12.2004)**

Det følger av børsforskriften § 2-7 at det ved bl.a. fisjon i utgangspunktet er en automatikk i videreføringen av noteringen, men dersom aksjene i det/de utfisjonerte selskapene ikke tilfredsstillter vilkårene for opptak til børsnotering avgjør børsen om selskapene skal strykes etter reglene i børsforskriften § 25-2 eller om børsnoteringen skal videreføres.

Oslo Børs har ikke funnet at det utfisjonerte selskapet bør strykes etter reglene i børsforskriften § 25-2. Aksjene i Golden Ocean Group Limited vil således noteres på SMB-listen så snart Oslo Børs har mottatt den nødvendige informasjon fra selskapet. Det er også gitt dispensasjon til utgangen av februar 2005 for å endre styresammensetningen for å tilfredsstillte børsens krav til uavhengighet.

## 4. STRYKNING/SUSPENSJON

### 4.1 SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING I 2004

Selskaper strøket fra Oslo Børs i 2004							
Selskap	Liste	Type	Vedtaksdato	Søknad	Organ	Siste noteringsdag	Årsak
Noral ASA	smb	prim	18.12.2003	ja	adm	30.01.2004	Lav spredning og likviditet
Raufoss ASA	hoved	prim	10.02.2004	ja	adm	27.02.2004	Negativ egenkapital. Beslutning om likvidasjon.
Linde-Group ASA	SMB	prim	04.03.2004	nei	adm	30.06.2004	Salg av den operative virksomheten. Børsen innledet strykeprosess pga manglende egnethet
Amersham plc	hoved	sek	24.03.2004	nei	adm	29.03.2004	Oppkjøp av General Electric Company (GE), vederlag aksjer i GE (ombyttetransaksjon). Aksjene i AHM opphørt å eksistere 7. april
Frontier Drilling ASA	SMB	prim	07.04.2004	ja	adm	13.04.2004	Pliktig tilbud, tvungen overføring
Avantor ASA	hoved	prim	19.04.2004	ja	adm	30.04.2004	Hovedeier har mer enn 99% av aksjene etter pliktig tilbud, enstemmig vedtak i GF om strykning.
Kenor ASA	hoved	prim	09.06.2004	ja	adm	09.06.2004	Tvungen overføring, en eier, spredningskrav
Northern Offshore Ltd	SMB	prim	03.08.2004	ja	adm	05.08.2004	Midlertidig strykning pga selskap under rettslig oppnevnt administrator ifm at det pågår forhandlinger om å restrukturere selskapet. I nåværende situasjon er ikke selskapet i stand til å oppfylle sine forpliktelser som børsnotert selskap, herunder informasjonsplikten
Kristiansand Dyrepark ASA	SMB	prim	16.06.2004	ja	styret	16.08.2004	Styret fattet vedtak om strykning
Klippen Invest ASA	SMB	prim	15.10.2004	ja	adm	18.10.1944	Salg av virksomheten, en eier, tvungen overf
Industrifinans Næringseiendom ASA	SMB	prim	18.10.2004	ja	adm	20.10.2004	En eier, spredningskrav
Nordic American Tanker Shipping Limited	hoved	sek	20.12.2004	nei	adm	14.01.2005	Svært få aksjonærer i VPS, minimal omsetning. Anmodning fra selskapet om at børsen stryke
KredittBanken ASA	hoved	prim	21.12.2004	ja	adm	04.01.2005	Oppkjøp, tvungen overføring, en eier.

## 4.2 SAKER – STRYKNING OG MIDLERTIDIG STRYKNING

### 4.2.1 Linde-Group ASA – strykning (børsstyresak av 24.03.2004)

#### 1. Innledning

Saken gjelder spørsmålet om Linde-Group ASA (tidligere Lindegaard ASA – nedenfor omtalt selskapet eller LIN) skal strykes fra notering. Selskapet, ved daglig leder og styremedlem Fredrik Kristian Lindegaard jr., har i møte med Oslo Børs den 12. januar 2004 gitt uttrykk for at selskapet selv ikke ønsker å opprettholde noteringen. Selskapet vil imidlertid ikke legge til rette for å drøfte spørsmålet om videre notering med aksjonærene i generalforsamling eller selv søke om strykning, og spørsmålet om selskapet skal strykes må derfor avgjøres av børsen alene på bakgrunn av børsforskriften § 25-2 første ledd.

Grunnlaget for strykningen er at selskapet ikke lenger tilfredstiller kravene til å være et børsnotert selskapet i hovedsak som følge av lite virksomhetsomfang etter salg av den operative virksomheten til Smead Manufacturing Company. Etter at salget ble endelig gjennomført den 2. mai 2003, består selskapets virksomhet nå i hovedsak av enkelte aktiva som ikke var direkte knyttet til den operative virksomheten som ble solgt.

#### 2. Bakgrunn for saken

LIN ble børsnotert 18. desember 1997, og har tidligere drevet produksjons- og salgsvirksomhet innen arkiveringsprodukter i kartong og plast til større kontorvaregrossister.

Den 20. mars 2003 meldte selskapet i en børsmelding at det var inngått en "Stock Purchase Agreement" (SPA) med det amerikanske selskapet Smead Manufacturing Company:

*"Ved gjennomføring av SPA selger Lindegaard hele sin operative virksomhet innen produksjon og salg av kontorprodukter.*

*De datterselskap som SPA omfatter er Mols Plast AS (Danmark), Lindegaard Eesti AS (Estland), Lindegaard Paperisto Oy (Finland), Oy G.E. Nyman AB (Sverige), Lindegaard France Grenoble SA (Frankrike), SCI Brignone (Frankrike), Lindegaard Stationery Norge AS (Norge, dette er den operative virksomhet utskilt fra Lindegaard), FL Plast AB (Sverige), Lindegaard Stationery AB (Sverige) og Lindegaard UK Ltd (England).*

*Transaksjonen vil bli gjennomført ved at den operative virksomheten i Lindegaard skilles ut i Lindegaard Stationery Norge AS og at aksjene i dette selskapet og aksjene i de øvrige datterselskapene angitt over, blir overdratt til et nytt aksjeselskap som Lindegaard vil stifte ( `Company` ). Samtlige aksjer i Company vil deretter bli overdratt til Smead på datoen for gjennomføringen av transaksjonen ( `Closing` ). Closing er avtalt å skulle gjennomføres den 25. april 2003, dog med mulighet for utsettelse dersom noen av betingelsene for Closing ikke er oppfylt, men seneste tidspunkt for Closing er satt til den 15. mai 2003.*

*Kjøpesummen for samtlige aksjer i Company er avtalt til USD 25 mill. I tillegg overtar Smead rentebærende gjeld knyttet til den solgte virksomhet, begrenset oppad til NOK 120,5 mill. Lindegaard vil beholde enkelte aktiva som ikke er direkte knyttet til den operative virksomhet som selges, samt rentebærende gjeld som minst skal utgjøre NOK 35,5 mill. Kjøpesummen er gjenstand for endelig fastsettelse i forhold til en verifisering av proforma EBITDA for Company (inklusive*

datterselskapene) per 31. desember 2002 og arbeidskapitalen i datterselskapene per Closing.

..”

Gjennomføring av avtalen var blant annet betinget av at den ble godkjent av generalforsamlingen i selskapet. Generalforsamlingen ble avholdt den 11. april 2003. Totalt var 2.415.209 aksjer representert på generalforsamlingen, noe som utgjør 91,91% av den totalt aksjekapital og stemmer i selskapet. Styret hadde fremmet følgende forslag til vedtak:

*“Generalforsamlingen godkjenner avtalen mellom Lindegaard ASA og The Smead Manufacturing Company (Smead) hvor hele den operative virksomheten i selskapet overføres til Smead. I den forbindelse gis styret fullmakt til å gjennomføre de tiltak som i samsvar med avtalen er nødvendige for å få gjennomført transaksjonen.”*

Vital Forsikring fremmet følgende endrede formulering av forslaget til:

*“Generalforsamlingen godkjenner avtalen mellom Lindegaard ASA og The Smead Manufacturing Company (Smead) hvor hele den operative virksomheten i selskapet overføres til Smead under forutsetning av Lindegaard ASAs verdier snarest mulig tilbakeføres aksjonærene. I den forbindelse gis styret fullmakt til å gjennomføre de tiltak som i samsvar med avtalen er nødvendige for å få gjennomført transaksjonen.”*

Forslaget fra Vital Forsikring ASA fikk 443.300 stemmer for og 1.971.909 stemmer mot. Styrets forslag fikk 1.971.909 stemmer for og 443.300 stemmer mot. 81,65 % av så vel stemmene som kapitalen som var representert på den ekstraordinære generalforsamlingen stemte dermed for styrets forslag som ble vedtatt.

Den 2. mai 2003 meldte selskapet at avtalen med Smead Manufacturing Company ble gjennomført ved at samtlige operative selskaper eiet av LIN ble overført til Smead Manufacturing Company mot oppgjør av den avtalte kjøpesum. [...] I forbindelse med delårsrapporten for tredje kvartal 2003 meldte selskapet at endelig oppgjørsavregning ennå ikke er foretatt. Selskapet forventer at dette vil være klart innen avgivelse av delårsrapporten for fjerde kvartal 2003. Dato for offentliggjøring av delårsrapporten for fjerde kvartal 2003 er fastsatt til 28. februar 2004.

Etter salget består selskapets virksomhet nå i hovedsak av enkelte aktiva som ikke var direkte knyttet til den operative virksomheten som ble solgt, herunder bankinnskudd, samt noe rentebærende gjeld på MNOK 38,5 pr 30. september 2003.

I henhold til selskapets delårsrapport for tredje kvartal 2003, hadde selskapet en omsetning på TNOK 360 i kvartalet, sammenlignet med en omsetning på MNOK 160 i samme kvartal 2002. Etter 1. mai 2003 har selskapet ikke lenger driftsinntekter fra den operative virksomheten. Selskapets driftskostnader for tredje kvartal 2003 beløper seg til MNOK 2,2, hvorav betydelige kostnader knytter seg til advokat og revisor i forbindelse med avtalen med Smead Manufacturing Company.

LIN har i dag en markedsverdi på ca MNOK 76 (per 26. januar 2004). Selskapet har 203 aksjonærer (per 26. januar 2004). Når det gjelder likviditeten i selskapets aksjer, viser den at det i løpet av 2002 ble omsatt aksjer for NOK 804.130 (tilsvarende 30.801 aksjer og en omsetningshastighet på 1,2%). Tilsvarende tall for 2003 ble NOK 934.290 (tilsvarende 29.849 aksjer og en omsetningshastighet på 1,1%). For perioden frem til 21. januar 2004 er det omsatt aksjer for NOK 521.600 (tilsvarende 17.600 aksjer).

Børsen ba LIN i brev av 6. oktober 2003 om en redegjørelse for om selskapet var egnet for videre notering som følge av at selskapets operative virksomhet var avhendet (vedlegg 1). Selskapet, ved advokat Per Danielsen i Advokatfirma Danielsen & Co. AS, besvarte børsens spørsmål i brev av 26. november 2003 (vedlegg 2). På grunnlag av svarbrevet, ba børsen, i samsvar med prosedyre beskrevet i børssirkulære 5/2001 pkt 5, i brev av 17. desember 2003 om et innledende møte for å diskutere videre notering av selskapet. I samme brev ble selskapet varslet om at børsens utgangspunkt ville være at selskapet ikke var egnet for videre notering med mindre selskapet i den videre prosessen kunne redegjøre for det motsatte. Det ble avholdt et innledende møte med selskapet den 12. januar 2003. For selskapet møtte daglig leder og styremedlem Fredrik Kristian Lindegaard jr. (referat i vedlegg 3).

På bakgrunn av de fremkomne opplysninger, sendte børsen varsel om strykning til selskapet i brev 6. februar 2004. (vedlegg 4). Selskapet motsatte seg ikke strykning innen den fastsatte frist 16. februar, og sendte etter anmodning børsmelding 19. februar om at selskapets aksjer ble vurdert strøket.

Etter offentliggjøring av børsmeldingen ble børsen kontaktet av Vital Forsikring ASA som aksjonær i selskapet. Vital Forsikring ASA fremsatte i brev 23. februar 2004 innsigelser mot strykning som etter det opplyste også var støttet av aksjonærene Tine Pensjonskasse, Sabinum og Svein Halvorsen AS, som samlet representerte en aksjebeholdning på om lag 19 % (vedlegg 5).

### 3. Selskapets anførsler

Selskapet har i sitt svarbrev fra 26. november 2003 gitt følgende orientering om selskapet og dets virksomhet;

*"De operative datterselskaper i konsernet Linde Group ASA ble solgt til The Smead Manufacturing Company, med virkning fra 01.05.03. Konsernet består nå av Linde Group ASA (mørselskap), Quick Eiendom AS og Lindegaard France Sarl (Frankrike). Lindegaard Sarl er under avvikling og det er ingen drift eller ansatte i dette selskap lenger.*

*Etter salget fremstår Linde Group ASA først og fremst som et potensielt investeringsselskap. Det er foreløpig ikke tatt stilling til hva slags strategi selskapet skal ha videre. Det er heller ikke tatt stilling til på hvilket tidspunkt en slik strategi vil foreligge, På denne bakgrunn må det anses tvilsomt hvorvidt Linde Group ASA nå oppfyller kravene til allmenn interesse, jfr. børsforskriftens § 2-1 første ledd og børssirkulære nr. 5/2001 (B5)."*

Videre har selskapet gitt følgende redegjørelse i forbindelse med eierstrukturen;

*"Det er totalt 211 aksjonærer i Linde Group ASA, og totalt 2.627.851 aksjer. Hovedaksjonær/Selskapet sammen med tilknyttede selskaper kontrollerer/stemmer for følgende aksjer:*

-	Wistex Holding ASA:	119.592 aksjer
-	Nyman, Bo Gustav:	95.900 aksjer
-	Konveks Invest AS:	265.136 aksjer
-	Fredrik Lindegaard sen.:	2.200 aksjer
-	Lindegaard ASA:	56.432 aksjer
-	Hellvik Investor AS:	156.993 aksjer
-	FL Holding AS:	1.267.237 aksjer
	Totalt	1.963.490 aksjer



*Linde Group ASA er største aksjonær i Wistex Holding ASA. Wistex Holding ASA er således tilknyttet Linde Group ASA som beskrevet i børsforskriftens § 2-3 nr. 4 jfr. allmennaksjelovens § 1-3 (2) nr. 1.*

*Bo Gustav Nyman er styremedlem i Linde Group ASA, og faller således inn under børsforskriftens § 2-3 nr. 1.*

*Fredrik Lindegaard sr. sitter i styret i Linde Group ASA, og omfattes derfor av børsforskriftens § 2-3 nr. 1.*

*FL Holding AS eier (sammen med Konveks Invest AS) 56% av aksjene i Linde Group ASA.*

*Konveks Invest AS er datterselskap av FL Holding AS, og er følgelig i samme konsern som Linde Group ASA. Konveks Invest AS omfattes følgelig av børsforskriftens § 2-3 nr. 5.*

*Hellvik Investor AS eier 55% av aksjene i FL Holding AS.*

*Fredrik Lindegaard jr. er kontaktperson for både FL Holding AS og Hellvik Investor AS.*

*FL Holding AS og Hellvik Investor kan således anses å falle inn under børsforskriftens § 2-3 nr. 6. Selskapene anses tilknyttet Linde Group ASA jfr. børsforskriftens § 2-3, dersom det må antas at de har forpliktende samarbeid med styremedlem i Linde Group ASA, når det gjelder å gjøre bruk av rettigheter som eier av aksjer."*

Styrets sammensetning er kommentert på følgende måte:

*"Styret i Linde Group ASA består av Fredrik Kristian Lindegaard sr., Fredrik Kristian Lindegaard jr., Geir Bråthen og Bo Gustav Nyman.*

*Det følger av børssirkulære nr. 5/2001 (B5) at det i vurderingen av om et styremedlem skal anses uavhengig, skal legges vekt på om styremedlemmet arbeider hos hovedaksjonæren. Geir Bråthen er adm. dir i Wistex Holding ASA. Linde Group ASA er hovedaksjonær i Wistex Holding ASA.*

*Bo Gustav Nyman har vært ansatt i Smead Manufacturing Company siden 01.05.03, men var inntil denne dato ansatt i Linde-Group ASA."*

I møte med selskapet den 12. januar fremholdt selskapet, ved daglig leder og styremedlem Fredrik Kristian Lindegaard jr., at det etter deres oppfatning ikke lenger er grunnlag for en notering, men at selskapet ikke selv ønsker å ta noe initiativ i forhold til en strykeprosess.

#### 4. Anførsler fra Vital Forsikring ASA

I brevet fra Vital Forsikring ASA 23. februar 2004 ble det antatt at også LIN selv var imot strykning. Basert på tilbakemeldingene fra selskapet kan børsen ikke se at denne antakelsen er korrekt. Vital Forsikring ASA viste imidlertid til at det i forbindelse med vurdering av strykning etter børsforskriften § 2-7 som følge av avhendelse av virksomhet må innfortolkes en gjennomføringsfase. Det ble i så måte vist til avgitte garantier og avstemninger som skulle foretas under avhendelsesavtalen mellom LIN og Smead Manufacturing Company. Under enhver omstendighet måtte selskapet ha rett til å være børsnotert i en relativt lang sikkerhetsperiode etter at generalforsamlingen har godkjent årsregnskapet for avhendingsåret.

Videre ble det fremhevet minoritetsaksjonærenes behov for notoritet, stabilitet og publisitet i selskapet. For Vital Forsikring ASA er børsnotering dessuten et viktig klassifiseringselement. Spørsmålet om strykning har heller ikke blitt forelagt selskapets aksjonærer.

## 5. Rettslig utgangspunkt

Det følger av børsforskriften § 2-7 om fortsatt børsnotering ved fusjon, fisjon eller andre vesentlige endringer, at (vår understrekning);

*"Dersom et selskap med børsnoterte aksjer fusjonerer med ett eller flere andre selskap, skal aksjene i det fusjonerte selskapet være børsnotert. Slik børsnotering forutsetter ikke særskilt søknad eller beslutning.*

*Dersom aksjene i det fusjonerte selskapet ikke tilfredsstillter vilkårene for opptak til børsnotering, avgjør børsen om selskapets aksjer skal strykes etter reglene i § 25-2 eller om børsnotering skal videreføres, eventuelt etter flytting, i henhold til § 2-2 tredje ledd.*

*Første og annet ledd gjelder tilsvarende ved fisjon av selskap med børsnoterte aksjer samt der selskap med børsnoterte aksjer erverver virksomhet som nevnt i § 19a-1, eller avhender eller avvikler den vesentligste del av sin virksomhet."*

Videre følger det av børsloven § 5-8 at:

*"Børs kan vedta at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det ikke lenger tilfredsstillter vilkårene for opptak eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det"*

Og videre av børsforskriften § 25-2 første ledd at:

*"Børsen kan vedta at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det ikke lenger tilfredsstillter vilkårene for børsnotering eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det. Har utsteder grovt eller vedvarende brutt bestemmelsene som er fastsatt i eller i medhold av børs-, verdipapir-, aksjelovgivning eller annen lovgivning som regulerer verdipapirhandelen, skal dette i alminnelighet anses for å være en særlig grunn som kan tilsi strykning av utsteders finansielle instrumenter."*

## 6. Børsens vurderinger

Som nevnt ovenfor er det den gjennomførte salgstransaksjonen med Smead Manufacturing Company som er utgangspunktet for børsens vurdering av selskapets videre notering. Som en følge av at selskapet gjennom denne transaksjonen avhendet de vesentligste deler av sin virksomhet, skal børsen, dersom selskapet ikke lenger tilfredsstillter vilkårene til børsnotering i medhold av børsforskriften § 2-7 avgjøre om selskapets aksjer skal strykes etter reglene i § 25-2, eller om børsnotering skal videreføres, eventuelt etter flytting til annen noteringsliste iht børsforskriften § 2-2 tredje ledd. Selskapet er notert på SMB-listen, slik at vurdering av flytting til annen noteringsliste ikke er aktuelt for dette tilfellet.

Børsforskriften § 2-7 pålegger børsen å foreta en strykningsvurdering i de nevnte tilfeller. Børsen får således både en foranledning og plikt til å ta stilling til om selskapet etter å ha foretatt den aktuelle transaksjon skal tillates å videreføre sin notering. Dette gjelder uavhengig av om selskapet selv har sendt søknad om eller på annen måte gitt uttrykk for et ønske om å bli strøket. Som utgangspunkt må strykningsvurderingen foretas i samsvar med de prinsipper som følger av børsforskriften § 25-2.

Som redegjort for ovenfor, ønsker ikke ledelsen i LIN å legge til rette for at aksjonærene kan få ta stilling til spørsmålet om videre notering, eller for øvrig å ta noe initiativ med sikte på å stryke selskapets aksjer. Vurderingen av om selskapet aksjer skal strykes fra børsnotering vil derfor måtte gjøres på børsens initiativ, dvs etter reglene i børsforskriften § 25-2 første ledd.

Det følger av børsforskriften § 25-2 første ledd at selskapet kan strykes dersom det ikke oppfyller noteringsvilkårene eller dersom det foreligger grove eller vedvarende brudd på børslovgivning. Vurderingen av om strykning skal foretas, vil være basert på en skjønnsmessig vurdering av manglende oppfyllelse av de ulike noteringsvilkårene. Som angitt i sirkulære 5/2001 vil børsen ved en slik vurdering i hovedsak legge til grunn de samme vurderinger som gjøres ved ordinære søknader om børsnotering. I den sammenheng må det imidlertid også foretas en interesseavveining av selskapets manglende oppfyllelse av noteringsvilkårene, opp mot aksjonærenes interesse i en fortsatt børsnotering.

Nedenfor er det drøftet de enkelte noteringsvilkår for notering på SMB-listen hvor selskapets oppfyllelse av vilkårene er tvilsomme i dagens situasjon.

#### Krav til allmenn interesse, herunder krav til virksomhetsomfang

Kravet til allmenn interesse har et kvantitativt og et kvalitativt element. Det kvantitative elementet innebærer at selskaper notert på SMB-listen må ha minst 100 børsposteiere. Aksjeeiere som er tilknyttet selskapet i henhold til børsforskriften § 2-3 kan ikke regnes med i kravet til antall børsposteiere.

Selskapet har i sin redegjørelse opplyst at det har 211 aksjonærer. Per 26. januar 2004 har selskapet 203 aksjonærer registrert i VPS. Av disse eier 133 aksjonærer mer enn en børspost. Selskapet har videre i sin redegjørelse opplyst at syv av aksjonærene er tilknyttet selskapet som angitt i børsforskriften § 2-3. Dette innebærer at selskapet per 26. januar 2004 har 126 aksjonærer som eier en børspost eller mer, og som ikke samtidig er tilknyttet selskapet, jr børsforskriften § 2-3.

Som angitt i børs-sirkulære 5/2001 kan selskapene i utgangspunktet legge til grunn at dersom kravet til spredning med hensyn til antall børsposteiere er tilfredsstillt, er kravet til allmenn interesse oppfylt. Det er likevel presisert at dette må anses som et minimumskrav og at normalt vil ikke innfrielse av minimumskravene til antall børsposteiere være tilstrekkelig til å skape likviditet i en aksje. Fremstår i tillegg selskapet gjennom sin forretningsidé eller på annen måte som et selskap som ikke kan forventes å ha interesse for allmennheten, vil ikke tilfredsstillelse av antall børsposteiere være tilstrekkelig for å oppfylle den mer kvalitative vurdering av kravet til allmenn interesse. Gjennom salgstransaksjonen med Smead Manufacturing Company har selskapet avhendet den operative virksomheten. LIN opplyser selv i sitt brev av 26. november 2003 at selskapet etter salget fremstår som et potensielt investeringsselskap. Avtalen er gjennomført, og børsen kan ikke se at garantiforpliktelser selskapet har påtatt seg i overdragelsesavtalen skulle medføre noen utsettelse på strykningsvurderingen etter børsforskriften § 2-7.

I sirkulære nr 5/2001 er følgende anført om virksomhet ved fisjons- og avhendelsestilfeller;

*"Når det gjelder de alminnelige vilkår for opptak til notering oppstår det spesielt i fisjons- eller avhendelsestilfellene, spørsmål som sjelden er aktuelle ved ordinære søknader om børsnotering. Som eksempel på dette kan nevnes hvilke krav som stilles til omfanget av den virksomheten selskapet driver. Oslo Børs har i enkelte tilfeller erfart at den planlagte aktiviteten, for eksempel i et fisjonert selskap, har et meget begrenset omfang. Vi vil derfor påpeke at det normalt legges til grunn at*

*selskapet må kunne forventes å utøve et visst minimum av økonomisk aktivitet for å tilfredsstillе vilkårene for opptak til notering."*

Etter virksomhetssalget fremstår LINs virksomhet som meget begrenset. Etter 1. mai 2003 har selskapet ikke lenger driftsinntekter fra den operative virksomheten. I henhold til selskapets delårsrapport for tredje kvartal 2003, hadde selskapet en omsetning på TNOK 360 i kvartalet, sammenlignet med en omsetning på MNOK 160 i samme kvartal i 2002. Selskapets driftskostnader for tredje kvartal 2003 beløper seg til MNOK 2,2, hvorav betydelige kostnader knytter seg til advokat og revisor i forbindelse med avtalen med Smead Manufacturing Company.

Kan det forhold som begrunner strykning rettes, kan børsen gi utsteder en frist til å rette forholdet eller pålegge utsteder å utarbeide en plan for at foretaket igjen kan oppfylle opptaksvilkårene, jf børsforskriften § 25-2 tredje ledd. Selskapet har i sitt brev av 26. november 2003 opplyst at det foreløpig ikke er tatt stilling til hva slags strategi selskapet skal ha videre. Det er heller ikke tatt stilling til på hvilket tidspunkt en slik strategi vil foreligge. Selskapet selv anser det derfor som tvilsomt hvorvidt det i dagens situasjon oppfyller kravene til allmenn interesse. Det fremkom heller ikke nye opplysninger i sakens anledning i det møtet som ble avholdt med selskapet den 12. januar 2004.

Etter børsens oppfatning er den samlede virksomheten i LIN av et slik begrenset omfang at aksjene ikke tilfredstiller kravet til allmenn interesse. Selskapet har heller ikke, på tross av oppfordring fra børsen, redegjort for videre planer for virksomheten som kunne medført at selskapet igjen ville kunne oppfylle opptaksvilkårene.

#### Krav til regelmessig omsetning, herunder krav til spredning

Som angitt i sirkulære 5/2001 kan selskapet i utgangspunktet legge til grunn at oppfyllelse av kravet til antall børsposteier også innebærer at kravene til forventning om regelmessig omsetning er oppfylt. Imidlertid presiseres det at oppfyllelse av minimumskravene normalt ikke vil være tilstrekkelig til å skape likviditet i en aksje.

En av flere viktige forutsetninger for å kunne ha en god likviditet i selskapets aksjer, er at det er tilstrekkelig aksjer i "fri flyt". Børsforskriften § 2-1 fjerde ledd har en bestemmelse om at minst 25 % av de aksjer som søkes opptatt til notering må være spredt blant personer som ikke har slik tilknytning til selskapet som angitt i børsforskriften § 2-3, og som hver eier aksjer som tilsvarer minst en børspost. Selskapet har i sin redegjørelse av 26. november 2004 angitt at 1.963.490 av totalt 2.627.851 aksjer (74,72%) er eiet av hovedaksjonær/selskapet sammen med tilknyttede selskaper. Med en markedsverdi på MNOK 76 (per 26. januar 2004) innebærer dette at fri flyt utgjør ca MNOK 19,2. En fri flyt i denne størrelsesorden er i utgangspunktet lavt, og medfører at man normalt ikke vil kunne anta at aksjen vil være gjenstand for regelmessig omsetning.

En oversikt over likviditeten i selskapets aksjer bekrefter da også at denne er meget begrenset. I løpet av 2002 ble det omsatt aksjer for NOK 804.130 (tilsvarende 30.801 aksjer og en omsetningshastighet på 1,2%). Tilsvarende tall for 2003 er NOK 934.290 (tilsvarende 29.849 aksjer og en omsetningshastighet på 1,1%). For perioden frem til 21. januar 2004 er det omsatt aksjer for NOK 521.600 (tilsvarende 17.600 aksjer).

Dette innebærer at LIN er et av de aller minst likvide selskaper på Oslo Børs. Tallene viser at dette også var tilfellet før salget av den operative virksomheten ble gjennomført. Det kan neppe forventes noe bedring av dette forholdet i dagens situasjon. En oversikt for 2003 viser at det kun var fem selskaper som hadde lavere antall transaksjoner enn LIN. Videre var det kun syv selskaper som hadde lavere omsetningshastighet. Likviditeten er i seg selv så dårlig at denne må kunne tillegges betydelig vekt i en samlet vurdering av hvorvidt selskapet er egnet for videre notering etter at den operative virksomheten er avhendet.

## Annet

Som angitt i sirkulære 5/2001 stilles det ved opptak til notering krav til selskapets styresammensetning. Av kontroll- og likebehandlingshensyn er det viktig at selskapets styre har tilstrekkelig uavhengighet fra selskapets administrasjon og hovedforretningsforbindelser, samt fra hovedaksjonær(er). Med hovedaksjonær menes aksjonær som direkte eller indirekte eier 10% eller mer av aksjene eller stemmene i selskapet.

Selskapet har gitt følgende redegjørelse for styresammensetningen:

*"Styret i Linde Group ASA består av Fredrik Kristian Lindegaard sr., Fredrik Kristian Lindegaard jr., Geir Bråthen og Bo Gustav Nyman.*

*Det følger av børssirkulære nr. 5/2001 (B5) at det i vurderingen av om et styremedlem skal anses uavhengig, skal legges vekt på om styremedlemmet arbeider hos hovedaksjonæren. Geir Bråthen er adm. dir i Wistex Holding ASA. Linde Group ASA er hovedaksjonær i Wistex Holding ASA.*

*Bo Gustav Nyman har vært ansatt i Smead Manufacturing Company siden 01.05.03, men var inntil denne dato ansatt i Linde-Group ASA."*

Redegjørelsen omtaler ikke styremedlemmene Fredrik Kristian Lindegaard jr. og sr. særskilt, men det må kunne legges til grunn at disse to gjennom sine indirekte eierskap i selskapet er å anse som hovedaksjonærer. I tillegg er Fredrik Kristian Lindegaard jr. daglig leder i selskapet. Videre vil Bo Gustav Nyman være å anse som tilknyttet selskapet, i det minste i perioden frem til 1. mai 2003. Nymans tidligere ansettelsesforhold bør medføre at man, i det minste for en periode, anser at dette får betydning ved den konkrete vurdering av hans uavhengighet i forhold til selskapets administrasjon. Når det gjelder Geir Bråthen opplyses at han er ansatt i Wistex Holding, hvor LIN er hovedaksjonær. I årsrapporten for 2002 er det opplyst at selskapet har en eierandel på 32,5% i Wistex Holding ASA. Det er et spørsmål hvorvidt ansatte i et tilknyttet selskapet kan anses som uavhengig i forhold til selskapets administrasjon. Imidlertid har selskapet selv kommentert styresammensetningen som et av vilkår for fortsatt børsnotering som ikke anses som oppfylt. Det legges til grunn at selskapet etter en konkret vurdering selv har kommet til at vedkommende ikke kan være å anse som uavhengig.

Manglende uavhengighet i styresammensetningen vil ikke i seg selv være tilstrekkelig vilkår for strykning, men vil være et moment i en samlet vurdering av videre børsnotering.

## Interesseavveining

Manglende oppfyllelse av vilkårene for børsnotering med hensyn til allmenn interesse, krav til virksomhetsomfang, krav til regelmessig omsetning og spredning taler for at selskapet bør strykes. Det er imidlertid ikke full symmetri mellom kravene til opptak og strykning. Selv om et selskap ikke tilfredstiller opptakskravene vil det ikke automatisk føre til strykning. En strykning fra notering må også vurderes opp mot de ulemper det vil ha for selskapet og dets aksjonærer. Særlig er dette viktig i en situasjon hvor spørsmålet ikke er forelagt selskapets aksjonærer.

Av forarbeidene til børsloven av 1988 gis det uttrykk for at det skal foretas en interesseavveining der selskapet selv søker om strykning. Videre fremkommer av Ot prp nr 73 (1999-2000) side 210 og kap 8.2.12 at den nye børsloven av 2000 ikke er ment å innebære noen endring av dette. Fra forarbeidene til børsloven av 1988 vises det til Ot.prp. nr. 83 (1986-87) s. 70 hvor det uttales:

"Det kan for eksempel forekomme at et selskap selv ber om å bli strøket fra kursnotering. En slik anmodning bør imidlertid ikke medføre en automatisk strykning, og også i slike tilfelle må børsen foreta en selvstendig og konkret vurdering av spørsmålet."

At børsstyret er tillagt en selvstendig skjønnsutøvelse er også fulgt opp i praksis. Kosmos A/S fikk etter vedtak 2. februar 1991 avslag på sin søknad om strykning. Tilsvarende fikk også Jøtul ASA avslag på sin søknad om å bli strøket fra notering i vedtak av 21. august 2002. I begge sakene gis det uttrykk for at det må foretas en interesseavveining mellom motstridende interesser. Fra Jøtul-saken hitsettes:

"Børsen skal altså foreta en skjønnsmessig avveining av selskapets interesse – representert ved flertallets interesse i strykning - mot minoritetsaksjonærenes interesse i fortsatt børsnotering."

En lignende interesseavveining vil i enda større grad være relevant og viktig ved vurderingen av om et selskap skal strykes mot dets vilje. I dette tilfellet har selskapet selv uttrykt at det ikke ønsker videre notering, men selskapets aksjonærer har ikke fått anledning til å ta stilling til spørsmålet. Aksjonærenes eventuelle ønske om en videre børsnotering må imidlertid avveies mot markedets og børsens behov for at de børsnoterte selskaper er av en viss kvalitet og tilfredstiller vilkårene for børsnotering.

Ved en strykning vil aksjonærene i selskapet miste den sikkerhet som ligger i børsforskriftens regler om informasjonsplikt, rapportering og likebehandling. Videre vil verdipapirhandelens beskyttelse i form av flaggeplikt, meldeplikt, insideregler og tilbudsplikt falle bort. Man vil også miste det organiserte handelsapparat og gjennomlysning av handelen som børsen representerer. Det eksisterer imidlertid muligheter til omsetning av unoterte aksjer utenfor børs, som gjennom Fondsmeglerforbundets informasjonssystem med en viss gjennomlysning av transaksjoner, ordre og av selskapene. I dette tilfellet vil imidlertid denne muligheten være av mindre betydning i og med at selskapet selv ikke ønsker videre notering. Allmennaksjelovens regler vil gi aksjonærene en viss beskyttelse også utenfor børs, men samlet sett langt svakere en det børsregelverket representerer. Eksempelvis vil selskapet ikke lenger ha plikt til å offentliggjøre delårsrapporter eller opplysninger av betydning for aksjekursen. 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.

Virkningene av strykning vil altså kunne ha en direkte ulempe for aksjonærene ved at likviditeten reduseres ytterligere. En del aksjonærer kan ha offentlige eller interne regler som forhindrer dem i å eie unoterte aksjer. Samlet sett vil dette kunne redusere omsetningsverdien av aksjene. Det faktum at likviditeten i selskapets aksjer allerede er svært lav medfører imidlertid at dette hensynet til ha begrenset vekt i strykningsvurderingen.

For selskapets vedkommende vil også en strykning kunne medføre at det blir vanskeligere å innhente ny kapital. Et børsnotert selskap er normalt mer attraktivt som investeringsobjekt både for mindre og større potensielle investorer. Det kan heller ikke utelukkes at LIN vil være mer interessant som fusjonspartner eller parter i andre samarbeidsformer dersom børsnoteringen opprettholdes. Imidlertid har selskapet, som nevnt ovenfor, gitt uttrykk for at det ikke ønsker en videre notering.

Det er nødvendig at børsen kan kreve at de børsnoterte selskapene tilfredstiller visse minstekrav for å sikre en tilstrekkelig kvalitet på markedsplassen. Det må som en grunnforutsetning for børsnotering kreves at selskapet har et minimum av virksomhetsomfang. Etter gjennomføring av transaksjonen med Smead Manufacturing Company, har LIN svært begrenset operativ virksomhet, og det foreligger ingen planer

for å videreutvikle virksomheten. Børsen er enig med Vital Forsikring ASA i at det ikke nødvendigvis er naturlig å avslutte notering straks. Har selskapet ikke planer for virksomheten som kvalifiserer til å være børsnotert, og det ikke sannsynliggjøres at det er særskilt behov for børsnotering i forbindelse med gjennomføring av overtakelsestilbud eller lignende, må imidlertid løsningen være at det fattes vedtak om strykning med iverksettelse etter en naturlig avviklingsperiode.

Selskapet har dessuten over flere år hatt en meget svak likviditet i aksjen, og den frie flyten er begrenset i verdi. På denne bakgrunn må det antas at selskapet ikke oppfyller grunnleggende krav til allmenn interesse. Det er videre tvilsomt om selskapets styre har en sammensetning som tilfredsstillende vilkår for børsnotering. Et børsnotert selskap må være av en viss kvalitet og størrelse for at børsnoteringen skal ha en verdi både for investorene og markedet. Det er ikke tilfelle for LIN i dagens situasjon. Selv om det ikke er direkte symmetri mellom kravene for notering og strykning, vil en samlet vurdering av manglende oppfyllelse av sentrale vilkår for notering være tungtveiende argumenter for å stryke selskapet etter børsforskriften § 25-2, jf. § 2-1 andre ledd. Etter børsens vurdering må den manglende oppfyllelsen av sentrale vilkår for notering for LINs vedkommende anses som så vesentlig at det må veie tyngre enn de ulemper en strykning får for selskapet og dets aksjonærer.

Selskapet vil naturligvis kunne søke om børsnotering igjen dersom vilkårene er oppfylt på et senere tidspunkt.

Basert på en samlet vurdering av manglende oppfyllelse av krav til allmenn interesse, herunder krav til virksomhetsomfang, krav om regelmessig omsetning og krav om spredning, er Oslo Børs av den oppfatning at det bør treffes vedtak om strykning av aksjene i LIN. Børsen anser det imidlertid riktig for å oppnå en naturlig avviklingsperiode at strykningen først iverksettes fra 1. juli 2004. Ved dette anser børsen at selskapet vil være børsnotert i en tilstrekkelig lang periode etter gjennomføringen av virksomhetssalget.

#### 7. Vedtak

Børsstyret vedtok å stryke aksjene til Linde-Group ASA fra børsnotering fra og med 1. juli 2004.

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden etter reglene i børsforskriften kapittel 26. Klagefristen er to uker.

Offentlig protokoll fra styremøte i Oslo Børs ASA 16. juni 2004

#### **4.2.2 Kristiansand Dyrepark ASA – søknad om strykning (børsstyresak av 16.06.2004)**

Offentlig protokoll fra styremøte i Oslo Børs ASA 16. juni 2004

#### 1. Innledning

På vegne av Kristiansand Dyrepark ASA (KDP eller selskapet) har advokatfirmaet Wikborg Rein i brev datert 14. mai 2004 søkt om strykning av selskapets aksjer fra notering på Oslo Børs' SMB-liste (vedlegg 1).

Grunnlaget for søknaden er vedtak fattet i selskapets ordinære generalforsamling 11. mai 2004.

#### 2. Sakens bakgrunn

KDP ble etablert i 1964 og børsnotert i 1993. Etter åpningen av Kardemomme By i 1991 er parken ifølge selskapet den ledende betalte turistattraksjonen i Norge.

Selskapet hadde i 2003 en omsetning på NOK 121,8 millioner, og et overskudd på NOK 5,9 millioner. Bokført egenkapital pr. 31. desember 2003 var NOK 82,8 millioner, og selskapets markedsverdi basert på omsetningskurser er om lag NOK 75 millioner.

I ordinær generalforsamling 11. mai 2004 vedtok KDP å søke selskapets aksjer strøket fra notering på Oslo Børs. Vedtaket ble gjort med 533.995 aksjer (85,3 %) for og 92.115 aksjer (14,7 %) mot. Vilkåret om flertall som for vedtektsendring (2/3) for å søke strykning er således oppfylt, jf børsloven § 5-8 tredje ledd og børsforskriften § 25-2 annet ledd.

Totalt 95,6 % av selskapets aksjekapital var representert på generalforsamlingen. Foruten selskapets hovedaksjonær Braganza AS, som representerte 532.195 aksjer, stemte ni minoritetsaksjonærer med samlet 1.800 aksjer for strykning. Mot strykning stemte Tine Pensjonskasse (MP Pensjon) og Verdipapirfondet Skagen Vekst med sine totalt 90.850 aksjer, samt åtte øvrige minoritetsaksjonærer som representerte 1.265 aksjer.

Forut for den ordinære generalforsamlingen fremsatte Braganza AS 18. mars 2004 et frivillig tilbud til kurs NOK 115 pr. aksje. Selskapet opplyser at tilbudsprisen var om lag 12 % over gjennomsnittlig omsetningskurs i 2004 før offentliggjøringen av tilbudet 11. mars, og om lag 25 % over tilsvarende kurs i toårsperioden før denne dato. Ved tilbudet og et etterfølgende erverv av 350 aksjer har Braganza AS økt sin eierandel fra 68,4 % til dagens eierandel på 81,25 %.

Braganza AS passerte 40 % eierandel i desember 1999 og fremsatte i januar 2000 pliktig tilbud i samsvar med verdipapirhandelloven kapittel 4 til kurs NOK 90.

### 3. Søknaden

Det er i søknaden gjort gjeldende at en rekke av vilkårene for opptak til notering ikke er oppfylt for KDPs vedkommende, og at dette må være et vesentlig moment i avgjørelsen av om strykningssøknaden skal tas til følge.

Selskapet har pr. søknadsdato totalt 267 aksjonærer. Av de som ikke er tilknyttet selskapet i henhold til børsforskriften § 2-3, eier kun 64 aksjonærer en børspost (100 aksjer) eller mer. Totalt 130 av aksjeeierne eier mellom en og ti aksjer, noe som antas å være en følge av at selskapet de to siste årene har sendt ut fire gratisbilletter til dyreparken til samtlige aksjeeiere.

Aksjene i selskapet har videre en svært begrenset likviditet. Fra 1. januar til 11. mai 2004 har aksjen vært omsatt åtte av 90 handledager, hvorav Braganza AS' kjøp utgjør tre. Sett bort fra Braganza AS' erverv, har det blitt omsatt 1.156 aksjer i perioden, noe som tilsvarer 0,17 % av selskapets aksjer. I 2003 ble det – sett bort fra Braganza AS' erverv av en større aksjepost fra SND Invest AS – omsatt totalt 4.978 aksjer, tilsvarende 0,76 %, fordelt over 19 handledager. Det er anført at KDP er et av selskapene på Oslo Børs med aller dårligst likviditet i aksjen. Det foreligger heller ikke planer om å foreta noe spredningssalg eller andre tiltak for å styrke likviditeten.

Braganza AS eier som nevnt ca 81,25 % av aksjene i selskapet. Fri flyt utgjør således 18,75 %, med en anslått markedsverdi på om lag NOK 14 millioner (basert på kurs NOK 115 pr aksje). Under henvisning til børsstyrets sak vedrørende strykning av Linde-Group ASA er det anført at fri flyt i denne størrelsesorden er så lavt at det normalt ikke vil kunne antas at aksjen vil være gjenstand for regelmessig omsetning.



De to største minoritetsaksjonærene MP Pensjon og Skagen Vekst eier samlet 13,87 %, og de resterende småaksjonærene eier således kun om lag 4,9 %.

Videre er det påpekt at selskapet ikke er gjenstand for analyse fra noe meglerhus.

Selskapets ledelse har gitt uttrykk for at mulige fordeler for selskapet og dets aksjonærer ved børsnoteringen ikke står i forhold til de tilhørende kostnader, herunder oppfyllelse av kommende krav relatert til noteringen i forhold til regnskapsavleggelse. Etterlevelse og oppfølging av regelverket og børsens krav til avgifter fremstår som uforholdsmessig kostnadskrevenne.

Hensynet til minoritetsaksjonærene er etter selskapets oppfatning tilfredsstillende ivaretatt til tross for en eventuell strykning. Selskapet har lagt stor vekt på å gi minoritetsaksjonærene og markedet fyllestgjørende informasjon om at det vil bli fremmet søknad om å stryke KDPs aksjer fra notering. Dette er gjort både gjennom børsmeldinger, i tilbudsdokumentet av 18. mars 2004, i innkallingen til ordinær generalforsamling og på selve generalforsamlingen. Til tross for at strykningsspørsmålet på denne måten var behørig varslet i forkant, var det begrenset fremmøte fra de minste aksjonærene på generalforsamlingen, og deres syn på strykningsspørsmålet var delt. Dette tilsier etter selskapets oppfatning at denne gruppen ikke i særlig grad er opptatt av fortsatt børsnotering.

Minoritetsaksjonærene har dessuten hatt flere anledninger til å realisere aksjene sine gjennom de tilbud Braganza AS har fremsatt. Dersom selskapets aksjer vedtas strøket er Braganza AS dessuten innstilt på å gjenta tilbudet om kostnadsfritt salg for NOK 115 pr. aksje (justert for utbytte i mellomtiden) overfor aksjonærer med 100 eller færre aksjer.

I tråd med børsens praksis mener selskapet at det dessuten må gis en rimelig varslingsperiode før strykning iverksettes.

Selskapet påpeker at likviditeten i aksjen er så dårlig at børsnoteringen i praksis ikke gir noen god omsetningsmulighet for aksjonærene. Dersom Oslo Børs stiller det som en betingelse, er selskapet imidlertid innstilt på å søke aksjene notert på Norges Fondsmeglerforbunds OTC-liste for å opprettholde et visst organisert handelsapparat.

#### 4. Skagen Fondenes anførsler

Skagen Fondene ved Kristian Falnes har i brev til Oslo Børs datert 12. mai 2004 fremsatt innsigelser mot en eventuell strykning av aksjene i KDP fra notering (vedlegg 2). Falnes representerte Skagen Vekst, MP Pensjon og Svein Garberg i selskapets ordinære generalforsamling, tilsvarende 14,7 % av de fremmøtte aksjer.

Som begrunnelse for å motsette seg strykning viser Skagen Fondene til at KDP etter strykning ikke vil være underlagt børsforskriftens og verdipapirhandellovens regler om informasjonsplikt, rapportering, meldeplikt, flaggeplikt, tilbudsplikt og innsideregler mv. Dette medfører svekket minoritetsvern. KDPs styreformann har gitt uttrykk for at strykning vil gi en årlig besparelse på NOK 500-600.000. Differansen i forhold til noteringsaviften på NOK 120.000 antas å innebære planlagte besparelser ved redusert informasjon til aksjonærene, i første rekke i form av regnskapsrapportering.

I pressen er det spekulert i at det svenske selskapet Parks & Resorts Scandinavia har vist interesse for overtakelse av KDP, og Anders Eslander fra dette selskapet ble i den ordinære generalforsamlingen 11. mai 2004 valgt inn som nytt styremedlem i KDP.

Skagen Fondene er på bakgrunn av ovennevnte særlig bekymret over at reglene om informasjonsplikt og tilbudsplikt ikke lenger skal gjelde for KDP etter en eventuell strykning.

## 5. Rettslig utgangspunkt

Det rettslige utgangspunkt for strykningsvurderingen fremgår av børsloven § 5-8 første, annet og tredje ledd første punktum:

”Børs kan vedta at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det ikke lenger tilfredsstillende vilkårene for opptak eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det.

Utsteder av børsnoterte omsettelige verdipapirer kan søke om at disse skal strykes fra børsnotering.

Søknad om at aksjer skal strykes fra børsnotering kan bare fremmes dersom generalforsamlingen i utstederselskapet har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer. ...”

I børsforskriften § 25-2 første og annet ledd er kriteriene presisert:

”Børsen kan vedta at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det ikke lenger tilfredsstillende vilkårene for børsnotering eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det. Har utsteder grovt eller vedvarende brutt bestemmelsene som er fastsatt i eller i medhold av børs-, verdipapir-, aksjelovgivning eller annen lovgivning som regulerer verdipapirhandelen, skal dette i alminnelighet anses for å være en særlig grunn som kan tilsa strykning av utsteders finansielle instrumenter.

Utsteder av børsnoterte finansielle instrumenter kan søke børsen om at dets finansielle instrumenter blir strøket fra kursnoteringene hvis generalforsamlingen har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer. Børsen treffer vedtak om eventuell strykning.”

## 6. Børsens vurdering

### 6.1 Utgangspunkt

Oslo Børs har med grunnlag i uttalelser i forarbeidende til tidligere og gjeldende børslov i tidligere praksis lagt til grunn at et børsnotert selskap ikke automatisk blir strøket etter å ha fremsatt søknad om dette. Børsen må foreta en selvstendig vurdering av strykningsspørsmålet i den konkrete sak, jf Ot prp nr 83 (1986-87) s. 70 og Ot prp nr 73 (1999-2000) s 118-119 og 210. I denne sammenheng er det ikke tilstrekkelig at vilkårene for opptak til notering ikke er oppfylt; det er med andre ord ikke full symmetri mellom kravene til opptak til og strykning fra børsnotering, jf Ot prp nr 83 (1986-87) s 106-107. Manglende oppfyllelse av strykningskravene vil blant annet måtte vurderes opp mot de virkninger en strykning vil ha for selskapets aksjonærer, jf børsstyrets vedtak 30. april 1991 vedrørende Kosmos AS.

Blant øvrige stryknings saker behandlet av børsstyret nevnes Iby Eiendom ASA (Vedtaket og uttalelser 1999 s. 34), Sydvaranger ASA (2000 s. 38), Jøtul ASA (2002 s. 13) og Linde-Group ASA (børsstyrets vedtak 24. mars 2004).

Utgangspunktet for børsens vurdering av hvorvidt KDPs aksjer skal strykes fra notering på SMB-listen er søknaden av 14. mai 2004.

### 6.2 Manglende oppfyllelse av noteringsvilkårene

Selskapet har i søknaden vist til at flere av noteringsvilkårene ikke er oppfylt. Selskapet hadde på søknadsdatoen totalt 267 aksjonærer, hvorav kun 64 av de ikke-tilnyttede (jf børsforskriften § 2-3) eide en børspost eller mer. Kravet for opptak til notering på SMB-listen er minimum 100 børsposteiere med slik uavhengighet. Den kvantitative siden av kravet til allmenn interesse er således ikke oppfylt. Det totale antallet aksjonærer må dessuten karakteriseres som temmelig lavt, selv for et selskap notert på SMB-listen.

Børsforskriften § 2-1 fjerde ledd oppstiller et krav til minimum 25 % spredning blant aksjonærer som ikke er tilknyttet selskapet i børsforskriften § 2-3s forstand. Braganza AS har tilknytning som nevnt, jf § 2-3 nr 5. Den frie flyten er således svært liten både prosentmessig (18,75 %) og i relasjon til markedsverdi (ca NOK 15 millioner basert på kurs NOK 125 (omtrent midt i spread)).

Selskapet ville ikke blitt tatt opp til notering under disse forutsetninger.

Videre er det ingen tvil om at aksjene i selskapet har en svært begrenset likviditet, jf de nærmere opplysninger fra søknaden inntatt i punkt 3 over. Selskapet er blant de 10-15 selskapene ved Oslo Børs med lavest likviditet. Dette er for øvrig et naturlig utslag av at de tre største eierne samlet eier 95,1 % av aksjene i selskapet.

Det fremstår på bakgrunn av ovennevnte opplysninger ikke overraskende at selskapet ikke er gjenstand for analyse fra noe meglerhus. Dette har imidlertid mindre betydning i vurdering av strykningssøknaden.

Søknaden gir ikke nærmere opplysninger om styremedlemmenes uavhengighet i forhold til administrasjon og hovedaksjonær.

### 6.3 Interesseavveiningen

Selskapets manglende oppfyllelse av nevnte noteringsvilkår taler for å ta søknaden om strykning til følge. Som angitt over må imidlertid de forhold som tilsier strykning holdes opp mot de ulemper dette vil ha for selskapet og dets aksjonærer, samt øvrige relevante forhold.

Ingen av de tidligere avgjørelser fra børsstyret vedrørende strykning er direkte parallelle til den foreliggende sak. 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 (børsstyrets vedtak 24. mars 2004) 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.

En strykning vil generelt medføre en svekkelse av vernet om minoritetsaksjonærene. Fra børsstyrets vedtak vedrørende Linde-Group hitsettes:

*"Ved en strykning vil aksjonærene i selskapet miste den sikkerhet som ligger i børsforskriftens regler om informasjonsplikt, rapportering og likebehandling. Videre vil verdipapirhandellovens beskyttelse i form av flaggeplikt, meldeplikt, innsideregler og tilbudsplikt falle bort. Man vil også miste det organiserte handelsapparat og gjennomlysning av handelen som børsen representerer. Det eksisterer imidlertid muligheter til omsetning av unoterte aksjer utenfor børs, som gjennom Fondsmeglerforbundets informasjonssystem med en viss gjennomlysning av transaksjoner, ordre og av selskapene. [...] Allmennaksjelovens regler vil gi aksjonærene en viss beskyttelse også utenfor børs, men samlet sett langt svakere en det børsregelverket representerer. Eksempelvis vil selskapet ikke lenger ha plikt til å offentliggjøre delårsrapporter eller opplysninger av betydning for aksjekursen. 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. Et børsnotert selskap er normalt mer attraktivt som investeringsobjekt både for mindre og større potensielle investorer. Det kan heller ikke utelukkes at ... [selskapets navn] vil være mer interessant som fusjonspartner eller parter i andre samarbeidsformer dersom børsnoteringen opprettholdes. Imidlertid har selskapet, som nevnt ovenfor, gitt uttrykk for at det ikke ønsker en videre notering."*

Disse generelle utgangspunktene gjelder også i den foreliggende sak.

Videre vil strykning kunne ha en direkte ulempe for aksjonærene ved at likviditeten reduseres ytterligere. Dette vil kunne redusere omsetningsverdien av aksjene. Det faktum at likviditeten i selskapets aksjer allerede er svært lav medfører imidlertid at dette hensynet til ha begrenset vekt i strykningssvurderingen i den foreliggende sak.

En del aksjonærer kan ha offentlige eller interne regler som forhindrer dem i å eie unoterte aksjer. Skagen Vekst har imidlertid ikke opplyst at fondet kun kan investere i noterte aksjer, og KDP opplyser i søknaden at etter det selskapet kjenner til har heller ingen av de øvrige aksjonærene slike regler.

Muligheten til å selge aksjene gjennom tilbudet fra Braganza AS 18. mars 2004 til kurs NOK 115 samt en eventuell gjentakelse av dette tilbudet er tillagt begrenset vekt. Det er anført i søknaden at tilbudet ble vurdert som så vidt attraktivt at selskapets administrerende direktør og samtlige styremedlemmer med unntak av ett valgte å akseptere. Det fremgår imidlertid av styrets uttalelse offentliggjort i børsmelding 19. mars 2004 at styret anså den tilbudte pris som lav, for eksempel sammenlignet med selskapets bokførte egenkapital (inkludert utbytte for 2003) på NOK 131 pr. aksje. Styret ga på denne bakgrunn ingen konkret anbefaling til aksjonærene.

Når det gjelder selskapets kostnader ved å være notert, erkjenner børsen at disse for et lite selskap som KDP kan bli relativt høye sammenholdt med selskapets overskudd. Kostnadene er imidlertid ikke angitt å være høyere enn det som var påregnelig da selskapet søkte notering, og de er ikke tillagt særlig vekt i strykningssøknadens favør.

De tilstedeværende minoritetsaksjonærer på ordinær generalforsamling var, sett bort fra MP Pensjon og Skagen Vekst, med hensyn til antall og aksjeinnehav delt omtrent på midten i spørsmålet om strykning. Sett i kombinasjon med antallet fremmøtte på

generalforsamlingen, synes det således ikke å foreligge noe sterkt og entydig engasjement mot strykning blant de små minoritetsaksjonærene. Dertil kommer at selskapet som nevnt har et lavt antall aksjonærer, og at en vesentlig del av disse eier svært få aksjer. Saken skiller seg på disse punkter betydelig fra børsstyrets sak vedrørende Kosmos AS. Basert på en estimert aksjeverdi på NOK 125, har ca. halvparten av aksjonærene (130) aksjer for inntil NOK 1.250, mens ytterligere 71 har aksjer for inntil NOK 12.375. Kun to av minoritetsaksjonærene (bortsett fra MP Pensjon og Skagen Vekst) har aksjer for mer enn NOK 125.000.

Hensynet til de små minoritetsaksjonærene synes på denne bakgrunn ikke å tale tungt for å nekte strykning av selskapet.

Når det særlig gjelder MP Pensjon og Skagen Vekst, er det børsens vurdering at institusjonelle aktører som disse er i stand til å gjøre sine rettigheter som minoritetsaksjonærer gjeldende også dersom selskapet skulle bli tatt av børs. Som nevnt over, gir de alminnelige selskapsrettslige regler et ikke ubetydelig minoritetsvern som ikke opphører ved en eventuell strykning. Behovet for børsens overvåking og kontroll er normalt størst for mindre og mer uprofesjonelle (private) aksjonærer. Børsen har ikke grunnlag for å anta at KDP etter en eventuell strykning ikke vil følge de lovpålagte plikter til regnskapsavleggelse og informasjon til aksjonærene. Hensynet til de institusjonelle minoritetsaksjonærene ble heller ikke ansett avgjørende i saken vedrørende strykning av Linde-Group ASA.

De spekulasjoner som har fremkommet i pressen vedrørende mulig oppkjøp er etter det børsen kjenner til ikke konkretisert på en slik måte at strykningsvurderingen kan utsettes i påvente av videre utvikling.

Basert på en samlet vurdering av saken, herunder manglende oppfyllelse av kravet til allmenn interesse, det lave antall aksjonærer, manglende fri flyt og svært begrensede likviditet, sammenholdt med en vurdering av minoritetsaksjonærenes interesse i fortsatt notering, har Oslo Børs kommet til at det bør treffes vedtak om strykning av aksjene i KDP.

I tråd med børsforskriften § 25-2 fjerde ledd annet punktum og børsens praksis settes iverksettelsestidspunktet noe frem i tid for å gi aksjonærene rimelig tid til å innrette seg på at aksjene ikke lenger skal være notert. Strykningen iverksettes således fra 16. august 2004.

#### 7. Vedtak

Børsstyret vedtok å stryke aksjene til Kristiansand Dyrepark ASA fra børsnotering fra og med 16. august 2004.

#### **4.2.3 NAT - Vedtak om strykning uten generalforsamlingsvedtak- sekundærnotert selskap (brev 21.12.2005)**

Det vises til tidligere korrespondanse vedrørende Nordic American Tanker Shipping Ltd. (NAT eller selskapet) anmodning om strykning, senest selskapets brev ved selskapets finansdirektør, Rolf Amundsen, av 16. desember 2004. Oslo Børs har vurdert de faktiske forholdene, og på bakgrunn av den informasjon som gis fra selskapet, anses ikke selskapet lengre å tilfredsstillende vilkårene for børsnotering. På denne bakgrunn vil børsen stryke selskapet fra børsnotering etter børsloven § 5-8 første ledd, jfr. børsforskriften § 25-2, første ledd.

Dette brev er å anse som vedtak om strykning etter børsloven § 5-8 første ledd, jfr. børsforskriften § 25-2.

## Bakgrunn for saken og selskapets anførsler

NAT er et tankrederi som eier fire Suezmax tankskip. Selskapet ble stiftet i 1995, og har sitt hovedkontor på Bermuda. Selskapet er notert på NYSE og sekundærnotert på Oslo Børs.

Av selskapets totalt 13.067.838 aksjer, er kun 63.022 registrert i VPS pr. 8 desember 2004. Det tilsvarer ca. 0,48% av aksjekapitalen representert ved 77 aksjonærer. I gjennomsnitt omsettes 250.000 aksjer pr. dag ved NYSE, mot ca. 94 pr. dag på Oslo Børs. Videre har det vært omsetning i aksjen i 65 av årets 225 handelsdager på Oslo Børs.

Selskapet har i brev datert 3. desember 2004 informert sine aksjonærer registrert i VPS om at selskapet ønsker strykning fra Oslo Børs. Videre har selskapet fremsatt et tilbud overfor de aksjonærer som er registrert i VPS om å omregistrere sine NAT aksjer for å kunne omsette dem direkte på NYSE.

## Rettslig utgangspunkt

Det følger av børsloven § 5-8 at:

"Børs kan vedta at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det ikke lenger tilfredsstillende vilkårene for opptak eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det"

Og videre av børsforskriften § 25-2 første ledd at:

"Børsen kan vedta at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det ikke lenger tilfredsstillende vilkårene for børsnotering eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det. Har utsteder grovt eller vedvarende brutt bestemmelsene som er fastsatt i eller i medhold av børs-, verdipapir-, aksjelovgivning eller annen lovgivning som regulerer verdipapirhandelen, skal dette i alminnelighet anses for å være en særlig grunn som kan tilsi strykning av utsteders finansielle instrumenter.

Utsteder av børsnoterte finansielle instrumenter kan søke børsen om at dets finansielle instrumenter blir strøket fra kursnoteringene hvis generalforsamlingen har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer. Børsen treffer vedtak om eventuell strykning."

## Selskapets anførsler

Børsen har mottatt kopi av styreprotokoll fra styremøte i NAT avholdt 14. desember 2004 hvor det fremkommer at styret har besluttet å søke om at selskapet strykes fra notering på Oslo Børs. Selskapet har i brev av 8. desember 2004, anmodet om at selskapets aksjer strykes fra notering. I følge selskapet er;

"Hovedbegrunnelsen er at NAT ikke lenger tilfredsstillende kravene til sekundærnotering, samt at likebehandling av selskapets aksjonærer bedre ivaretas om omsetningen av selskapets aksjer kun skjer i primærmarkedet i USA."

Videre hevder selskapet at;

"NAT ser ikke muligheter for likviditetsfremmende tiltak i det norske markedet så lenge den alt overveiende interessen for selskapets aksjer og aksjonærmassen befinner seg i det amerikanske markedet.

De betydelige merkostnader sekundærnoteringen på Oslo Børs medfører, kan ikke forsvares overfor selskapets aksjonærer: ”

Selskapet har også anført at det vil være unødig tyngende å innkalle selskapets ca. 14.000 aksjonærer til generalforsamling for å beslutte å søke selskapets aksjer strøket fra notering. I brev, datert 16. desember 2004, fremkommer at;

”Selskapets vedtekter har ingen bestemmelser om at det skal avholdes generalforsamling for å vedta en strykning på Oslo Børs. Det er selskapets styre som i henhold til lover og regler for selskapet kan avgjøre et slikt spørsmål. Selskapet har ca 14.000 amerikanske aksjonærer og kun et fåtall norske. Det vil derfor også være svært kostbart å avholde en slik ekstraordinær generalforsamling.

Da selskapet åpenbart ikke lenger tilfredsstiller kravene til notering på Oslo Børs, fremstår følgelig det å avholde ekstraordinær generalforsamling som et uforholdsmessig tiltak. Selskapet legger til grunn at Børsen kan stryke noteringen ved eget tiltak.”

#### Børsens vurderinger

Det følger av børsloven § 5-8, jf børsforskriften § 25-2 første ledd at selskapet kan strykes dersom det ikke oppfyller noteringsvilkårene eller dersom det foreligger grove eller vedvarende brudd på børslovgivning. Kravene til notering i børslov og børsforskrift er de samme for utenlandske foretak som for norske foretak.

Vurderingen av om selskapet oppfyller noteringsvilkårene, er i utgangspunktet den samme vurdering som ved søknad om opptak til børsnotering. I den sammenheng må det imidlertid også foretas en interesseavveining av selskapets manglende oppfyllelse av noteringsvilkårene, opp mot aksjonærenes interesse i en fortsatt børsnotering.

Kravet til allmenn interesse og regelmessig omsetning innebærer som minimum at selskapet må tilfredsstille kravet til antall børsposteiere. For sekundærnoterte selskaper er spredningskravet knyttet til det totale antall utstedte aksjer. For å muliggjøre reglemessig omsetning er det i tillegg krav at et antall børsposteiere som tilsvarer minstekravet for notering på SMB-listen, dvs. 100 børsposteiere, har sine aksjer registrert i VPS.

Selskapet har i sin redegjørelse opplyst at det har 77 aksjonærer registrert i VPS, eller 0,48% av total aksjekapital. Disse representerer 34 børsposter. Etter børsens oppfatning er antall børsposteiere betydelig lavere enn det børsen krever for å være notert, slik at det ikke tilfredsstiller spredningskravet.

I selskapets brev til børsen fremkommer en oversikt over likviditeten i selskapets aksjer som bekrefter at denne er meget begrenset. De siste 3 måneder er det gjennomsnittlig omsatt ca 94 aksjer pr. dag ved Oslo Børs. Frem til 1. desember 2004 har NAT aksjen vært omsatt 65 av 225 handelsdager ved Oslo Børs.

Dette innebærer at NAT er et av de aller minst likvide selskaper på Oslo Børs. Selskapet har overfor børsen gitt uttrykk for at det ikke er planlagt iverksatt tiltak som kan øke likviditeten for aksjene som handles i det norske markedet. Det kan således ikke forventes bedring av likviditeten i forhold til dagens situasjon. Likviditeten er i seg selv så dårlig at denne må kunne tillegges betydelig vekt i en samlet vurdering av hvorvidt selskapet er egnet for sekundærnotering ved Oslo Børs.

Selskapet tilfredsstiller således ikke kravene til antall registrerte børsposteiere i VPS. Videre er det svært begrenset omsetning og likviditet i selskapets aksjer.

Manglende oppfyllelse av vilkårene for børsnotering hva gjelder allmenn interesse og regelmessig omsetning taler for at selskapet bør strykes. Det er imidlertid ikke full symmetri mellom kravene til opptak og strykning. Selv om NAT ikke tilfredsstillende oppfyller opptakskravene, vil det ikke automatisk føre til strykning. En strykning fra notering må også vurderes opp mot de ulemper det vil ha for selskapet og dets aksjonærer. Særlig er dette viktig ettersom NATs aksjonærer ikke er forelagt spørsmålet i generalforsamling. Aksjonærenes eventuelle behov for videre børsnotering må avveies mot markedets og børsens behov for at de børsnoterte selskaper tilfredsstillende oppfyller vilkårene for børsnotering. Videre må det tillegges vekt at selskapet er sekundærnotert ved Oslo Børs.

I følge selskapet vil fortsatt aksjene være notert ved NYSE. Selskapet har gitt sine aksjonærer registrert i VPS tilbud om å omregistrere sine aksjer for å kunne omsette sine NAT aksjer på NYSE. I følge selskapet har, pr. 14. desember 2004, ca. 21 aksjeeiere akseptert tilbudet om omregistrering. Selskapet opplyser at det, pr. 16. desember 2004, er ingen som har fremmet innsigelser mot strykning av selskapets aksjer ved Oslo Børs.

Med den begrensede omsetning samt fravær av innsigelser til strykningen fra aksjonærene, må det antas at VPS-registrerte aksjonærer neppe har ansett noteringen her som vesentlig. Aksjer hvor likviditeten er svært begrenset er uansett i praksis ingen god omsetningsmulighet. Strykningen kan således ikke ventes å få vesentlige negative konsekvenser. Selskapet er dessuten notert på NYSE slik at det foreligger muligheter for omsetning over børs, selv om det er noe mer komplisert enn omsetning over Oslo Børs. De fordeler en børsnotering gir overfor aksjonærer i form av krav til informasjonsgivning, likebehandling, med videre må anses ivare tatt ved noteringen på NYSE.

Basert på en samlet vurdering av manglende oppfyllelse av noteringsvilkårene og en vektlegging av det forhold at selskapets aksjonærer fortsatt vil ha muligheten til å omsette sine aksjer på selskapets primære markedsplass, er Oslo Børs av den oppfatning at aksjene i NAT bør strykes fra notering. I den sammenheng er det også vektlagt at aksjonærer registrert i VPS har fått tilbud om omregistrering av sine aksjer slik at de kan omsettes direkte på NYSE.

"Administrasjonen ved Oslo Børs vedtok å stryke aksjene i Nordic American Tankers Ltd fra notering på Oslo Børs. Siste noteringsdag settes til 14. januar 2005."

#### **4.2.4 Northern Offshore Ltd. – midlertidig strykning – omgjøring av strykningsvedtak etter klage (børsstyresak av 22.12.2004)**

[Appeal from Northern Offshore Ltd. concerning the decision to permanently de-list the company](#)

Introductory Comments

On 24 November 2004 the Board of Oslo Børs made the following decision in respect of the permanent de-listing of Northern Offshore Ltd ("NOF" or "the company"):

*"The shares of Northern Offshore Ltd. will be permanently de-listed in accordance with Stock Exchange Regulations section 25-2. The permanent de-listing will be effectuated at the expiry of the temporary de-listing on December 5th 2004.*

*The decision may be appealed to the Stock Exchange Appeal Committee within two weeks of receipt of notification of the decision of the Board of Directors of Oslo Børs, in accordance with Chapter 26 of the Stock Exchange Regulations"*

On 24 November 2004, after the decision by the Board of Oslo Børs had been made, Mr Tor Olav Trøim (investor of NOF) called Oslo Børs and informed that based on a recent turn of events the company at that time saw a higher possibility for reaching an



agreement to restructure the company. The administration advised that NOF could submit an appeal to the decision to permanently de-list, by the 14 day timeframe for such complaints. Oslo Børs received the appeal on behalf of the JPLs on 8 December 2004 (the "Appeal") (Attachment 1) from the lawfirm Arntzen deBesche. On 15 December Oslo Børs received supplementary documentation from the lawfirm Wiersholm Mellbye & Bech (WMB) representing Mr. Tor Olav Trøim (the "Supplement"). The Supplement includes a letter (the "Supplement Letter" which is attached as Attachment 2) and four Schedules containing background documentation for the Supplement Letter. The Schedules are not attached but will be submitted upon request by the board-members. On 21 December 2004 Oslo Børs received a press-release issued by the JPL's (the "Press-release"). The press-release was submitted to the members of the board of Oslo Børs on 21 December 2004, and shall be considered part of the documents in the matter as Attachment 3.

## Background

After a period of negotiation restructuring of the company, the negotiations failed and on 13 July 2004 the Supreme Court of Bermuda appointed Mike Morrison, KPMG Financial Advisory Services Limited in Bermuda and Philip Wallace, KPMG LLP in the UK Joint Provisional Liquidators to Northern Offshore Ltd. (the "JPL's"). Effective from 14 July 2004 Oslo Børs suspended the shares from trade.

The JPL's were deemed proper counterparts in respect of the company's listing/de-listing at Oslo Børs according to an opinion of Attride-Stirling & Woloniecki, Barristers and Attorneys of Bermuda.

Approaching the expiry of the maximum suspension period of 21 days the JPL's requested temporary de-listing on 2 August 2004, as it in their opinion was probable that the company again would fulfil the requirements of listing at Oslo Børs.

The administration of Oslo Børs decided to temporary de-list NOF on 3 August 2004, effective 5 August 2004. Temporary de-listing was granted for 4 months, until 5 December 2004. The conditions for re-listing that had to be met by the expiry of the temporary de-listing-period, were specified in the decision by Oslo Børs.

Approaching the expiry of the temporary de-listing period Oslo Børs submitted a formal notice of permanent de-listing on 10 November 2004. The JPL's were given until 17 November to respond and oppose the permanent de-listing of the company. Oslo Børs did not receive any comments from the JPL's by said time limit.

Accordingly the Board of Oslo Børs decided to permanently de-list NOF in the board-meeting on 24 November 2004, with effect on 5 December 2004, at the expiry of the temporary de-listing period.

On the day of the board-meeting of Oslo Børs, after the decision to permanently de-list NOF had been made, the administration was contacted by Mr. Tor Olav Trøim, who is one of the creditors of NOF and active in the restructuring of NOF. Mr. Trøim opposed the permanent de-listing, as it in his opinion would cause damage to the minority shareholders of NOF. Mr. Trøim was informed that the decision to de-list had already been taken but the JPL's could appeal the decision within 14 days of receipt of notice from Oslo Børs. Accordingly the Appeal was received on 8 December 2004 as mentioned above. On 15 December Oslo Børs received the Supplement and on 21 December 2004 Oslo Børs received the Press-release.

## Correct counterpart

According to the Appeal written by Attorney Ståle Gjengset of Arntzen deBesche Mr Trøim has been granted a limited authorisation to act on behalf of NOF as counterpart to Oslo Børs.

On 15 December Oslo Børs received a formal Power of Attorney (PoA) (Schedule 1 to the Supplement Letter) from the JPL's to Mr Trøim. According to the PoA Mr Trøim has the authority

- *"To discuss with the Oslo Børs any matters related to the continued listing of the securities of the Company on the Oslo Børs;*
- *To conduct the appeal against the permanent delisting of the securities of the Company on the Oslo Børs initiated by the Company dated 8 December 2004 addressed to the Oslo Børs, and to make any connected filing or request on behalf of the Company."*

The PoA is executed under Bermuda law and also contains certain restrictions to Mr Trøim's powers. Based on The PoA Oslo Børs will relate to Mr Trøim and his legal counsel in respect of information concerning the Company and the status and planned progress of the restructuring process in connection with the Appeal (i.e. the received Supplement) and any other information received by these parties in connection with the Appeal. Oslo Børs have upon request received approval of certain central factual matters directly from the JPL's. The formal notice of the Boards decision on 22 December 2004 will be submitted to the JPL's as legal representatives of NOF. A copy of the decision will be submitted to Mr. Trøim and his legal counsel in Norway for information purposes.

#### The Appeal

On behalf of NOF it is requested that

- 1) the Oslo Børs Board on its own initiative reverse the decision made on 24 November 2004, or
- 2) based on the Appeal reverses the decision, or submits it to the Appellate Board (Børsklagenemnden)

The bases for a reversal of the decision are in accordance with the Appeal that "new facts have surfaced after its decision". In respect of such new facts the Appeal states:

*"However, over the last couple of days matters have taken a new turn which leads the JPL's to believe that there is a high possibility for the stakeholders of the Company to reach an agreement on the financial restructuring of the Company.*

According to the Supplement Letter:

"The restructuring terms reflected in these two agreements are, as of the date hereof, supported by:

- *creditors holding USD 125.15 mill. of the USD 143.2 mill. outstanding of NOF USD denominated notes (the "US Notes") (being approximately 87.4% of the total);*
- *creditors holding NOK 135 mill. of the NOK 138 mill. outstanding of NOF NOK denominated bonds (the "NOK Bonds") (being approximately 97.8% of the total).*

*The numbers required in order to approve the agreed restructuring by the holders of NOF's USD and NOK denominated bonds are a majority in number representing:*

- *75% by value of the USD denominated Notes;*
- *66.7% by value of the NOK denominated Bonds."*

Oslo Børs has upon request received confirmation of the percentage of bondholders in support of the restructuring plan from the JPL's. According to the Press-release

"bondholders representing in aggregate 89% of NOL's outstanding US dollar notes and Norwegian kroner bonds have now signed the restructuring agreement." This development in the formalisation the restructuring of the company suggests that the company is closer to achieve a successful restructuring, which is prerequisite for a possible re-listing of the company's shares.

Furthermore it is informed and documented that NOF's largest shareholder World Shipholding Ltd. has undertaken to support the restructuring in its capacity as shareholder. This was also confirmed in the Press-release. According to information obtained from VPS, World Shipholding Ltd. owns 49,97 % of the shares in NOF on 15 December 2004. Oslo Børs have upon request been informed by the JPL's that under Bermuda law 50 % of the shareholders must vote in favour of the restructuring plan in order to validly pass the plan. According to information provided from the JPL's up to 7 % additional shareholders are in favour of the plan although these shareholders does not seem to formally have declared so towards the JPL's

The main terms of the restructuring plan in accordance with the Supplement Letter are described as follows:

- *"The outstanding amount under the USD Notes and the NOK Bonds will be converted to ordinary share capital in NOF.*
- *Holder of the USD Notes will receive a cash adjustment for giving up their guarantees from certain of NOF's subsidiaries.*
- *The existing shareholders will, following the conversion, retain an ownership interest in NOF equal to 2% of NOF's total outstanding shares.*
- *The restructuring is expected to be completed and the new shares freely transferable by the end of March, 2005."*

According to the Supplement Letter the distribution of the shares to the shareholders of NOF after the restructuring shall occur around 28 March 2005. The following milestones of the restructuring process are described in the Supplement Letter:

- *"Approval of wider creditor group: 16th December 2004.*
- *Meeting of NOF's shareholders to approve the required increase in NOF's share capital: 20th January 2005.*
- *Court hearings regarding circulation of the restructuring scheme: 27th January 2005.*
- *Meetings to approve the restructuring scheme: 25th February (latest 5th March) 2005.*
- *Court hearings to sanction the restructuring scheme: 4th March (latest 11th March) 2005.*
- *Effective Date: 22nd March 2005.*
- *Distribution of shares under the restructuring scheme will commence the week following the Effective Date (based on the current timetable, the latest date for this distribution would be 28th March 2005)."*

#### Legal bases

In accordance with the Public Administration Act Section 35, which applies to the Stock Exchange Board when taking de-listing decisions in accordance with the Stock Exchange Act section 5-14, the Stock Exchange Board may on its own initiative reverse a decision if the reversal does not cause damage to any party.

In accordance with the Stock Exchange Regulations Section 26-1 the decision may be appealed to the Stock Exchange Appeals Committee, if the decision is erroneous in respect of facts, legal evaluation or the quasi-judicial considerations made. The Committee may try all sides of the decision. In case of an appeal the Stock Exchange Board shall consider whether there is bases for reversal of the decision made. In making

such renewed evaluation new facts may be considered by the Board in accordance with the Public Administration Act Section 33.

## Evaluation

The JPL's have asked the Stock Exchange Board to reverse its decision, based on new facts occurred after the decision made on 24 November 2004. As the company has not claimed and Oslo Børs cannot on its own initiative see that the decision of 24 November 2004 is based on errors in factual, legal or quasi-judicial considerations, the evaluation of the Appeal will solely concern whether the new facts presented gives sufficient grounds to reverse the Board-decision.

Based on the information and documentation received in the Supplement Letter and Schedules and the Press-release, there now seems to be a real possibility that the company will be restructured. Oslo Børs relies on the fact that a sufficient number of bondholders are committed to the restructuring-agreement and accordingly it is highly likely that the relevant resolutions are passed at the proper time. There seems to be some uncertainty as to whether a sufficient number of existing shareholders will support the plan, but Oslo Børs finds that this uncertainty should not prevent the company from being granted a continued temporary de-listing.

Completion of the restructuring of the company is prerequisite to, but not in itself sufficient for re-listing of the company at a later time. However based on the description of the process and the aimed outcome in accordance with the Supplement Letter, Oslo Børs is of the opinion that the company may again be able to fulfil the conditions of listing and the obligations of listed companies within a reasonable time in accordance with the Stock Exchange Regulations Section 25-3 paragraph 1. Accordingly, Oslo Børs has found sufficient reason to reverse the decision to permanently de-list the Company taken on 24 November 2004. Based on the timetable presented Oslo Børs have decided to continue the temporary de-listing for the maximum period of four months, from 5 December 2004 until 5 April 2005.

In accordance with the Stock Exchange Regulations Section 25-3 paragraph 2, Oslo Børs shall specify the conditions that must be met for re-listing of the company in the decision to temporary de-list. As mentioned the mere restructuring of the company will not be sufficient for re-listing of the company's shares. Due to the long period of time passed without listing, trading or providing information to the market, the possible adverse changes of the shareholder-structure and the financial structure, and possible changes to the board, management and organisation otherwise, the Board of Oslo Børs will require sufficient documentation and publication of information as further specified in the conclusion below. Mr Lind of WMB was notified orally in a telephone conversation prior to sending the Supplement that conditions as specified below will be considered.

## Confidentiality

Mr Lind of WMB has asked that certain information be kept confidential:

*"We thus kindly ask you to keep the information on the creditors' acceptance level and the various agreements enclosed herewith confidential."*

Oslo Børs will keep said specific information confidential, a transcript of the decision will be submitted to the JPL's and Mr Lind in which Oslo Børs will suggest which parts should be held confidential. The parties will be given an opportunity to comment before the document becomes public. However, the conclusion of the Board will be informed to the market as soon as the decision has been made.

In light of the Press-release Oslo Børs have asked whether the above request for confidentiality still stands.

## Conclusion

*"The Board reversed its decision of 24 November 2004 to permanently de-list Northern Offshore Ltd. (NOF).*

*The Board decided to continue temporary de-listing in accordance with the Stock Exchange Regulations Section 25-3 paragraph from 5 December 2004 until 5 April 2005. It is a condition for the continued temporary de-listing that the Joint Provisional Liquidators (JPL's) of NOF keep Oslo Børs updated on the progress of the restructuring process and any deviations from the timeframe indicated in the Supplement received from Wiersholm, Mellbye & Bech on 15 December 2004.*

*At the expiry of the temporary de-listing the company may be re-listed if the following conditions are met:*

- 1. The JPL's have declared and documented to the satisfaction of Oslo Børs that the restructuring of Northern Offshore Ltd. has legally been completed and effectuated*
- 2. The Company complies with the process for continuous listing applicable in Stock Exchange Regulations Section 2-7 continuous listings in accordance with Circular No 5/2001.*
- 3. The company publishes a prospectus in accordance with the Stock Exchange Regulations Chapter 15 and 16, controlled and approved by Oslo Børs in accordance with the Stock Exchange Regulations Section 14-4.*
- 4. In addition to 3, the prospectus shall include a detailed description of the events leading up to the temporary de-listing, the events occurred during the period of de-listing and the results of the restructuring of the company.*

*If the JPLs does not keep Oslo Børs updated of the progress, or if it becomes highly likely that the restructuring will not be completed, or that the restructuring will not render the company able to fulfil the listing conditions or obligations, Oslo Børs may before the expiry of the temporary de-listing period initiate a process and make the decision to permanently de-list the Company's shares.*

*The authority to temporary de-list, permanently de-list or re-list NOF, is delegated from the Board to the administration of Oslo Børs."*

## **5. INFORMASJONSPLIKT – UTSTEDERFORPLIKTELSER**

### **5.1 INFORMASJONSPLIKT**

#### **5.1.1 Stolt Offshore S.A. - Overtredelse av informasjonsplikten ved kontraktsinngåelse (børsstyresak av 24.03.2004)**

##### **1. Innledning**

Saken gjelder overtredelse av informasjonsplikten i børsloven og børsforskriften fra Stolt Offshore S.A. (STO eller selskapet) i forbindelse med tildeling av kontrakt for rørinstallasjon på Ormen Lange-prosjektet.

##### **2. Kort om selskapet**

STO ble etablert i 1973, og driver virksomhet som underleverandør i olje- og gassindustrien, med særlig fokus på teknologisk avanserte offshore- og undervannskonstruksjoner, legging av rørledninger mv. Selskapet er registrert i

Luxembourg, og driver virksomhet i Europa, Midtøsten, Vest-Afrika, Stillehavet og Amerika. Selskapets aksjer er primærnotert på NASDAQ og sekundærnotert på Oslo Børs.

Selskapet hadde i 2003 driftsinntekter på USD 1.431 millioner, og pr. regnskapsårets utgang (30. november 2003) var tallet på fast og midlertidig ansatte henholdsvis 4.892 og 1.951.

### 3. Sakens bakgrunn

Aksjekursen i STO steg markert de siste timene av børsens åpningstid 13. november 2003. Den påfølgende dag mottok børsen opplysninger om at Norsk Hydro på nettsiden for Ormen Lange-prosjektet hadde publisert en pressemelding om at STO var tildelt en stor rørledningskontrakt (vedlegg 1). Basert på nevnte forhold, kontaktet børsen selskapet før børsåpning 14. november for å få de nødvendige avklaringer. Selskapet opplyste at det ville komme en melding i løpet av kort tid. Børsen mottok imidlertid ingen melding før børsåpning, og det ble innført børs pause i aksjen i påvente av meldingen, jf. børs melding 14. november kl. 10.02 (vedlegg 2).

Klokken 12.20 sendte selskapet børs melding om tildeling av rørinstallasjonskontrakten (vedlegg 3). Ifølge børs meldingen var den tildelte kontrakt verd om lag USD 280 millioner. STO fikk etter kontrakten ansvar for installering av 540 kilometer rørledning for gass fra Sleipner på Ormen Lange-feltet til Storbritannia (Easington), samt en opsjon på installering av 362 kilometer rørledning fra Norge (Nyhamna) til Sleipner. Tom Ehret (CEO) omtalte kontrakten som et "very significant pipelay project", og uttalte at selskapet anså tildelingen som "a key milestone in Stolt Offshore's turnaround".

Børsen rettet i brev 4. desember 2003 skriftlig forespørsel om saken til selskapet. STO opplyste i sitt svarbrev 10. desember 2003 (vedlegg 4) at en hensiktserklæring (letter of intent) om tildeling av kontrakten ble mottatt fra Statoil (som også er partner i Ormen Lange-lisensen) 12. november kl. 15.17. STO anmodet straks om en kopi av den pressemelding som ville bli sendt ut fra operatørens side i forbindelse med kontraktstildelingen, med sikte på å bruke denne ved utarbeidelsen av STOs egen pressemelding. Statoil opplyste imidlertid at STO ikke kunne se utkast til pressemelding før hensiktserklæringen var signert og returnert.

STO returnerte dokumentet i signert stand 13. november kl. 12.00. Kopi av operatørens pressemelding ble mottatt av selskapet samme dag kl. 15.28. STO orienterte da Statoil om at selskapet ikke ville klare å sende ut sin pressemelding før neste morgen, 14. november.

Etter å ha blitt kontaktet av børsen, sendte STO 14. november kl. 10.49 utkast til pressemelding til Statoil og Norsk Hydro for klarering. Selskapet ble på telefon fra Norsk Hydro kl. 12.00 anmodet om å gjøre visse endringer. Etter å ha foretatt disse, sendte STO som nevnt pressemeldingen til Oslo Børs kl. 12.20.

På forespørsel fra børsen har Norsk Hydro opplyst at pressemeldingen vedrørende kontraktstildelingen ble lagt ut på Ormen Langes nettside 13. november kl. 17.49 (vedlegg 5).

Oslo Børs har rettet skriftlig henvendelse til U.S. Securities and Exchange Commission og NASDAQ som selskapets primærbørs med forespørsel om disse myndigheter har iverksatt undersøkelser i forbindelse med det aktuelle forhold. Børsen har imidlertid ikke innen den fastsatte frist mottatt bekreftelse på slike undersøkelser, og STO har opplyst at selskapet heller ikke er kjent med at det er iverksatt forfølgning fra amerikanske myndigheter. På denne bakgrunn legger børsen til grunn at STO ikke vil få reaksjoner fra primærbørsens tilsynsmyndigheter i forbindelse med kontraktstildelingen.

Basert på opplysningene i korrespondansen, sendte børsen 5. mars 2004 forhåndsvarsel til selskapet om illeggelse av overtredelsesgebyr (vedlegg 6). Selskapet svarte i telefaks av 16. mars 2004 (vedlegg 7). Selskapets anførsler presenteres i punkt 5 nedenfor.

#### 4. Kursutvikling og volum

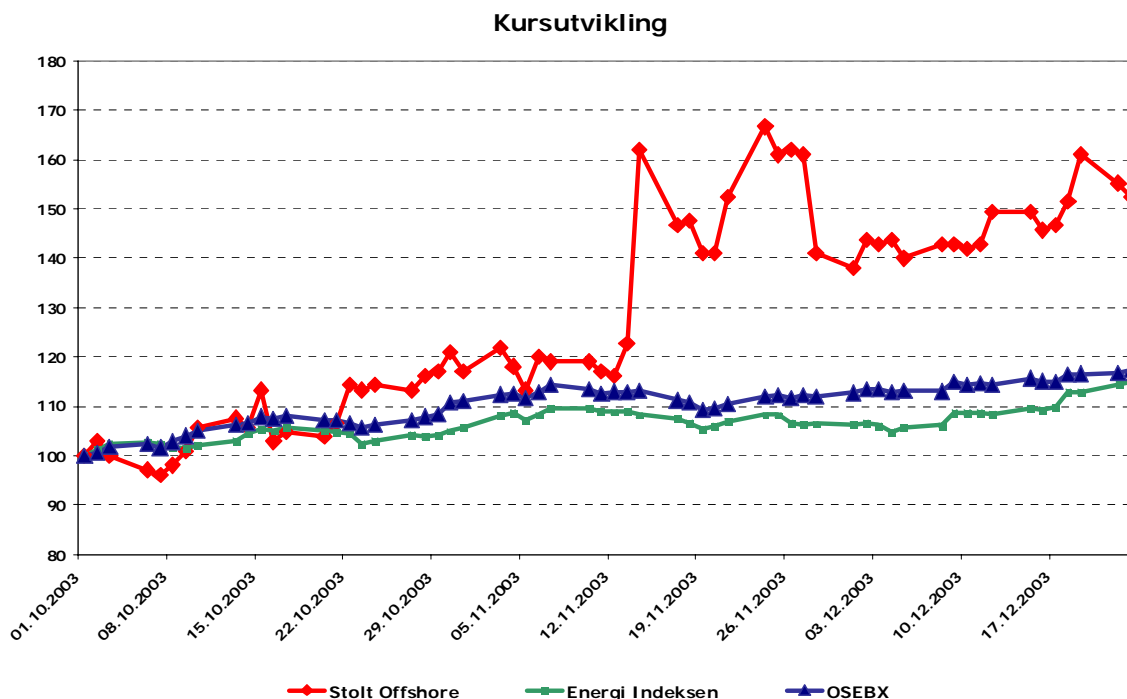
Den 13. november 2003 økte kursen på STO-aksjen (basert på sluttkurs) med 5,7 %. Etter at Ormen Lange-kontrakten var offentliggjort og børsens pausen opphevet 14. november 2003, steg selskapets aksjekurs med 31,8 %. Kursutviklingen og volumet de to dagene fremgår av vedlagte SMARTS-utskrift (vedlegg 8). Som utskriften viser, kom kursstigningen 13. november de siste par timene av børsens åpningstid.

OSEBX og energiindeksen hadde svakt negativ utvikling 13. og 14. november 2003. Aksjekursen i STO falt i den senere perioden noe tilbake.

Tabell over kursutvikling for STO og utvikling i OSEBX og energi-indeksen:

Dato	Sluttkurs STO (NOK)	Kursendring	Kursendring OSEBX	Kursendring energi-indeksen
10.11.2003	12,5	0,0 %	-0,7 %	-0,9 %
11.11.2003	12,3	-1,6 %	-0,1 %	0,4 %
12.11.2003	12,2	-0,8 %	0,0 %	0,0 %
13.11.2003	12,9	5,7 %	-0,6 %	0,1 %
14.11.2003	17,0	31,8 %	-0,7 %	-1,6 %
17.11.2003	15,4	-9,4 %	-0,9 %	-0,5 %
18.11.2003	15,5	0,6 %	-1,0 %	-1,3 %
19.11.2003	14,8	-4,5 %	0,5 %	0,2 %
20.11.2003	14,8	0,0 %	0,8 %	0,8 %
21.11.2003	16,0	8,1 %	1,2 %	1,5 %
24.11.2003	17,5	9,4 %	0,0 %	0,1 %
25.11.2003	16,9	-3,4 %	-1,6 %	-0,4 %
26.11.2003	17,0	0,6 %	-0,2 %	0,4 %
27.11.2003	16,9	-0,6 %	0,1 %	-0,1 %
28.11.2003	14,8	-12,4 %	0,0 %	0,6 %
01.12.2003	14,5	-2,0 %	0,2 %	0,6 %
02.12.2003	15,1	4,1 %	-0,4 %	0,1 %
03.12.2003	15,0	-0,7 %	-1,2 %	-0,6 %
04.12.2003	15,1	0,7 %	0,9 %	0,2 %

Nedenstående graf viser kursutviklingen for STO-aksjene i fra 1. oktober 2003 til 31. desember 2003 i forhold til OSEBX og energi-indeksen:



Korrelasjonen mellom STO-aksjen og OSEBX og energiindeksen er imidlertid nokså lav. Det synes likevel ikke tvilsomt at offentliggjøring av kontraktsinngåelsen har hatt betydelig effekt på aksjens børskurs.

Av den følgende graf fremgår kursutviklingen sammenholdt med handelsvolumet i STO-aksjen i den samme perioden:

##### 5. Selskapets anførsler

STO anfører i sin telefaks 16. mars 2004 at selskapet ikke kjente til at Norsk Hydro planla å offentliggjøre en pressemelding vedrørende kontraktstildelingen 13. november, og at selskapet heller ikke ble informert om at dette var gjort.

Videre anføres at selskapet var forpliktet under hensiktserklæringen til ikke å offentliggjøre informasjon om kontrakten uten forhåndssamtykke fra Statoil. Som opplyst i brevet 10. desember (jf. punkt 3 over) fikk ikke selskapet se Statoils pressemelding før 13. november kl. 15.28.

STO viser videre til at to andre børsnoterte selskaper var involvert, og at saken ikke er tatt opp fra NASDAQ eller SECs side.

##### 6. Rettslig utgangspunkt

STO er som nevnt primærnotert på NASDAQ og sekundærnotert på Oslo Børs. Selskapet er således i første rekke underlagt primærbørsen og relevante tilsynsmyndigheters regulering med hensyn til blant annet opplysningsplikt til markedet. Overtredelser som forfølges ved selskapets primærbørs vil som utgangspunkt ikke bli forfulgt av Oslo Børs.

I den foreliggende sak legger børsen til grunn at det ikke vil bli iverksatt noen prosess mot STO verken fra NASDAQ eller SEC, jf. punkt 3 over. Selskapet kan på denne bakgrunn ilegges reaksjon for overtredelse av børslovens og børsforskriftens bestemmelser som nærmere angitt i sekundærnoteringsavtalen inngått med selskapet.



Det rettslige utgangspunkt for utstederselskapenes informasjonsplikt fremgår av børsloven § 5-7 første ledd:

*"Etter nærmere regler fastsatt av departementet skal utstederen av omsettelige verdipapirer offentliggjøre opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene, og sende slike opplysninger til den børs der verdipapirene er notert."*

Informasjonsplikten er nærmere fastsatt i børsforskriften § 5-2 første ledd, som lyder:

*"Selskapet skal uoppfordret og umiddelbart gi børsen opplysninger, herunder om endringer i forhold som tidligere er meddelt børsen, som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer."*

Offentliggjøring anses som utgangspunkt skjedd "når opplysningene er mottatt av børsen og distribuert i børsens informasjonssystem", jf. børsforskriften § 23-2 første ledd, første punktum og § 5-2 tredje ledd.

## 7. Vurdering

Informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2 første ledd gjelder "opplysninger" som må antas å være "av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer".

Avtaleinngåelsen var klart nok en opplysning i bestemmelsens forstand. Ved vurderingen av om STO har brutt informasjonsplikten, må det således vurderes hvorvidt inngåelse av avtalen oppfyller vilkåret til kurssensitivitet.

Rørledningskontrakten inkludert opsjonen hadde ifølge børsmeldingen fra STO en verdi på USD 280 millioner eller ca NOK 2 milliarder (jf. pressemeldingen fra Norsk Hydro). Dette utgjør om lag 20 % av selskapets driftsinntekter i regnskapsåret 2003. Kontraktens fortjenestemargin er ikke offentliggjort i børsmeldingen, men forutsatt marginer innenfor et normalintervall kan det ikke være tvilsomt at kontrakten representerer en betydelig verdi for STO. Dette taler klart for kurssensitivitet. Dessuten la STO etter det opplyste opp til at avtalen skulle meldes til børsen, og har heller ikke bestridt at avtalen var informasjonspliktig. De refererte uttalelser fra selskapets CEO i børsmeldingen synes å tale i samme retning. Det kan således etter børsens oppfatning ikke være tvilsomt at avtaleinngåelse tilfredsstiller kravet til kurssensitivitet. Et slikt standpunkt støttes også av det faktum at selskapets aksjekurs i perioden etter inngåelse av avtalen økte betydelig, jf. punkt 4 over.

Oslo Børs konkluderer på denne bakgrunn med at inngåelse av kontrakten var opplysninger av "ikke uvesentlig betydning" for kursen på selskapets aksjer, jf. børsforskriften § 5-2 første ledd.

Det neste spørsmålet er på hvilket tidspunkt informasjonsplikten om fremforhandlingen og inngåelse av kontrakten inntrådte. Det følger av børsforskriften § 5-2 første ledd at opplysningene skal gis "uoppfordret og umiddelbart".

STO viser til at selskapet var avtalemessig forpliktet til ikke å offentliggjøre informasjon om kontrakten uten forhåndsgodkjennelse fra Statoil. En slik forpliktelse medfører klart nok ingen utsettelse av plikten til å offentliggjøre informasjon om det meldepliktige forhold, men kan etter omstendighetene tale i formildende retning ved fastsettelse av reaksjon, jf. punkt 8 nedenfor.

Etter det opplyste, mottok STO hensiktserklæring for kontraktstildelingen 12. november 2003 kl. 15.17, og returnerte denne i signert stand den påfølgende dag kl. 12.00. Det er ikke opplyst noe om hvilken kontakt det hadde vært mellom partene i forkant av

utveksling av hensiktserklæringen, eller hva som var årsaken til at det tok så vidt lang tid før STO returnerte denne til motpartene. Rettslig sett kan det ikke utelukkes at bindende kontrakt må anses inngått på et tidligere tidspunkt enn ved formell signering. Det foreligger imidlertid i denne saken ikke faktiske grunnlag for å hevde at avtale var inngått på slikt tidligere tidspunkt, og børsen legger til grunn at kontrakten ble inngått senest ved retur av signert hensiktserklæring.

Etter Oslo Børs' oppfatning intr traff således informasjonsplikten senest 13. november 2003 kl. 12.00. Følgelig skulle selskapet på dette tidspunktet ha gjort markedet oppmerksom på kontrakten gjennom børsmelding. Når dette ikke ble gjort, men børsmelding først ble sendt kl. 12.20 den påfølgende dag, foreligger en overtredelse av børsforskriften § 5-2 første ledd.

#### 8. Sanksjonsspørsmål

Etter børsforskriften § 25-5, jf børsloven § 5-12, kan børsstyret vedta å ilegge utstedere av børsnoterte finansielle instrumenter et overtredelsesgebyr på maksimalt 10 ganger kursnoteringsavgiften.

Oslo Børs finner at den aktuelle overtredelse er så vidt alvorlig at det bør reageres med overtredelsesgebyr.

I skjerpene retning er det vektlagt at børsmeldingen kom etter at kontraktstildelingen var offentliggjort på Ormen Langes nettsider. Dette gjelder selv om selskapet ikke kjente til offentliggjøring av pressemeldingen. Det er ikke opplyst at Norsk Hydro eller Statoil var forpliktet til å avvete offentliggjøring til dette var avklart med STO. Når selskapet brukte så vidt lang tid før man fikk sendt børsmelding om kontrakten, måtte man dermed være forberedt på at offentliggjøring kunne skje fra Statoil eller Hydro, selv om disse ikke hadde børsrettslig informasjonsplikt. Selskapet hadde dessuten ifølge egne uttalelser opplyst til Statoil at pressemeldingen ville bli offentliggjort om morgenen 14. november 2003, og måtte således under enhver omstendighet være forberedt på at de øvrige partnerne kunne sende ut informasjon etter børsens stengetid 13. november.

Uavhengig av om lekkasjer faktisk fant sted, synes forsinkelsen dessuten å ha medført en lekkasjerisiko som må vektlegges i skjerpene retning.

I formildende retning er det lagt noe vekt på at STO etter det opplyste var forpliktet overfor Statoil til ikke å offentliggjøre informasjon uten forhåndssamtykke. Det bemerkes imidlertid at arbeidet med pressemeldingen synes å ha tatt svært lang tid.

Oslo Børs har ilagt overtredelsesgebyr i flere saker som er av noe liknende karakter. I den forbindelse vises blant annet til sak 19/98 Opticom ASA (børsstyret), 1/98 Brøvig Offshore ASA (Børsklagenemden), 158/97 Alvern ASA (børsstyret), 59/01 Ocean Rig (børsstyret), 112/03 SuperOffice ASA (børsstyret). I disse sakene er det ilagt gebyr på to til fire ganger kursnoteringsavgiften.

Ut fra en helhetsvurdering og sett hen til tidligere praksis i ovennevnte saker, finner Oslo Børs at overtredelsesgebyret passende bør settes til én gang kursnoteringsavgiften, hvilket til sammen utgjør NOK 110.000.

#### 9. Vedtak

Børsstyret fattet følgende vedtak:

*"Børsstyret vedtok å ilegge Stolt Offshore S.A. overtredelsesgebyr tilsvarende én gang kursnoteringsavgiften, jf børsloven § 5-12 og børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften §§ 5-2 første ledd, jf. børsloven § 5-7.*

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden. Klagefrist er to uker.

### 5.1.2 Q-Free ASA - brudd på informasjonsplikt ved terminering av kontrakt (børsstyresak av 16.06.2004)

#### 1. Innledning

Saken gjelder overtredelse av informasjonsplikten i børsloven og børsforskriften fra Q-Free ASA (Q-Free eller Selskapet) i forbindelse med at Selskapet, etter å ha mottatt informasjon om oppsigelse av avtalen mellom det engelske selskapet Thales Information Systems (Thales IS) og det heleide datterselskapet Q-Free Access AS den 26. mars i år, unnlot å melde fra til markedet om forholdet før 16. april 2004.

#### 2. Kort om Selskapet

Q-Free konsernet er en global og ledende leverandør av produkter, systemer og driftstjenester til veiprisning ved bruk av elektroniske brikker (Electronic Toll Collection - ETC). Konsernets andre satsningsområde er elektroniske billetteringssystemer og drift av slike betalingssystemer.

Tidligere hadde Selskapet de heleide datterselskapene Q-Free Tolling, Q-Free Ticketing, Q-Free Access og Q-Free.com. Etter en strukturendring i september 2003 representerer de heleide datterselskapene Q-Free Products AS, Q-Free Systems AS og Q-Free Services AS kjernevirksomheten i konsernet. Disse selskapene utnytter en felles plattform av teknologi og kompetanse innen konsernets hovedområder. I tillegg til kjernevirksomheten i Norge eier konsernet selskapet Noca AS med 53,5 prosent. Andre selskaper internasjonalt er de heleide datterselskapene i Portugal, Malaysia, Brasil og Australia, som i dag er lokalisert i konsernets viktigste markeder. Konsernet er i tillegg representert i Kina, Nederland og Hellas.

Selskapet ble tatt opp til notering 3. april 2002 og hadde 217 ansatte pr 23. mars 2004.

#### 3. Sakens bakgrunn

Den 23. mars 2004 fikk en ansatt i Q-Free telefonisk beskjed fra en ansatt i Thales IS at hun ville motta en fax med kopi av et brev om terminering av en kontrakt inngått mellom Thales IS og Q-Frees heleide datterselskap (før omorganiseringen) Q-Free Access AS, vedrørende levering av kommunikasjonsutstyr. Faxen ble sendt kl. 20.09, UK-time, den 23. mars 2004. Samme ansatte mottok også en email fra Thales IS den 24.03.2004, sendt kl. 13.59, UK-time, med det samme brev som var sendt på fax kvelden før. I denne emailen bekreftes det også at originalen er sendt med post. Denne blir mottatt av Q-Free 26. mars 2004. På forespørsel fra børsen har en ledende ansatt hos Q-Free bekreftet at ingen i Selskapet ble varslet om oppsigelsen før 23. mars 2004. Dette gjelder både muntlig og skriftlig.

Den terminerte avtalen mellom Q-Free Access AS og Thales ble inngått i april 2002. I børsmelding av 30. april 2002 (vedlegg 1) fra Selskapet heter det blant annet:

*" Q-Free ASAs heleide datterselskap Q-Free Access AS har undertegnet `letter of award` for levering av kommunikasjonsutstyr til Thales IS i England. Selskapet har valgt Q-Free som underleverandør på denne kontrakten som for Q-Free er verd ca. NOK 85 mill. med en leveringsramme på 3 år.*

*Q-Free Access AS er meget tilfreds med at denne kontrakten er klar for levering, sier adm.dir. Bjørn Damhaug.*

*Q-Free skal levere ca 1.000 brikker og kjørecomputere for bruk innen togsektoren, samt 1.600 avlesere ved skinnegangen. Til sammenligning er det ca 200 avlesere på det norske veinettet."*

I brevet datert 23. mars 2004 fra Thales IS til Q-Free Access AS, der avtalen ble terminert, heter det bl annet:

*"We write to you to advise you that Metronet Rail SSL have given us notice of termination" ... "of the Train Identification and Management Information System Contract" ... "In consequence, we hereby give you ninety days notice in writing of the termination of Agreement Reference"... "which will accordingly terminate on 22 June 2004.*

*You are therefore required to comply with the relevant provisions of the Contract ..."*

Først ved Selskapets resultatvarsel den 16. april 2004 (vedlegg 2), 12 børsdager etter at avtalen ble sagt opp, ble forholdet omtalt i børsmelding. I meldingen heter det blant annet:

*"Styret i Q-Free ASA har i samarbeid med den nye ledelsen i selskapet gjennomført en omfattende undersøkelse av selskapets prosjektportefølje, balanse samt kostnadsstruktur. Resultatet av gjennomgangen har medført at styret har funnet det riktig å gjennomføre avsetninger og nedskrivninger i selskapet.*

*Videre finner styret det riktig at selskapet gjennomfører en omfattende restrukturering, herunder kostnadsreducerende tiltak, for i fremtiden å kunne sikre at selskapet igjen kan vise tilfredsstillende resultater.*

*Selskapet har over lengre tid satset store midler for å vinne større annonserte veiprisingprosjekter, herunder Taiwan. Denne satsningen har så langt ikke lyktes. I tillegg er selskapet gjort kjent med at en større kontrakt som var inngått via Thales for leveranser til London Underground er terminert av kunden. Dette vil medføre at selskapets omsetning og resultat for Q1 2004 vil bli svakere enn tidligere antatt.*

*Som følge av overnevnte hendelser og tiltak forventer selskapet å rapportere et negativt resultat i størrelsesorden NOK 94 mill. i Q1 2004. Av det negative driftsresultat kan NOK 22 henføres til driften i Q1 og kan i særlig grad henføres til de overnevnte prosjekter. Videre utgjør ekstraordinære nedskrivninger og avsetninger NOK 57 mill, foruten restruktureringskostnader på NOK 15 mill. Selskapets egenkapital etter Q1 2004 vil være i størrelsesorden NOK 190 mill og en kontantbeholdning på ca. NOK 70 mill.*

*Selskapet vil på berammet kvartalspresentasjon den 29. april 2004 komme tilbake med en nærmere redegjørelse og guiding for selskapets forventede omsetning og resultat for året under ett."*

Det ble således ikke sendt egen børsmelding for termineringen av Thales avtalen. Kurseffekten av resultatvarselet kan derfor ikke automatisk tilskrives termineringen alene, de øvrige forholdene i meldingen kan også ha hatt kurseffekt.

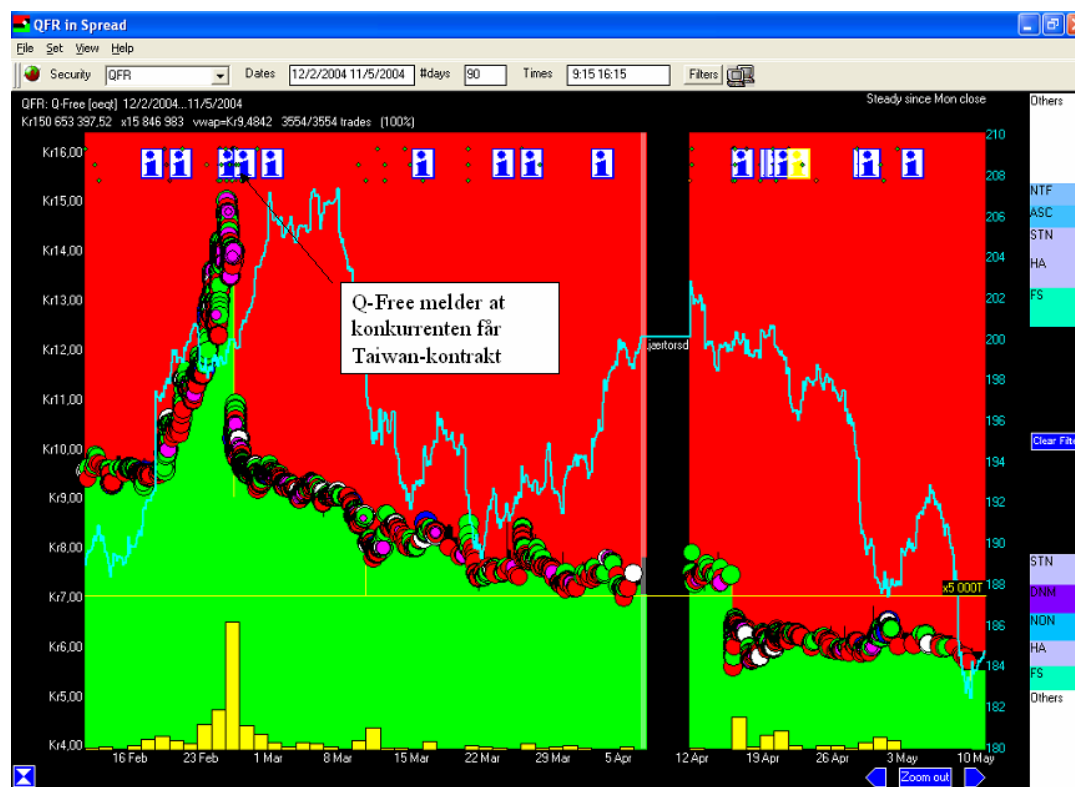
#### 4. Forholdets innvirkning på kursutviklingen

Det er spesielt to forhold som i resultatvarselet omhandels som årsak til at "selskapets omsetning og resultat for Q1 2004 vil bli svakere enn tidligere antatt". Det første er at Selskapet har "over lengre tid satset store midler for å vinne større annonserte

veiprisingsprosjekter, herunder i Taiwan. Denne satsningen har så langt ikke lyktes". Det andre forholdet er termineringen av Thales avtalen.

Når det gjelder satsingen i Taiwan, så sendte Selskapet den 26. februar 2004 ut egen børsmelding om forholdet, noe som ga umiddelbar kurseffekt. Meldingen er vedlagt som vedlegg 3.

Det vises til utsnitt av overvåkingssystemet nedenfor. Kurseffekten av børsmeldingen ligger i størrelsesorden 24,6 %.



Et tredje element som trekkes frem i resultatvarslet, er at Selskapet "gjennomfører en omfattende restrukturering, herunder kostnadsreducerende tiltak, for i fremtiden å kunne sikre at Selskapet igjen kan vise tilfredsstillende resultater". Tiltakene er imidlertid ikke beskrevet eller eksemplifisert. Det er således liten grunn til å tro at dette forholdet isolert sett ville ha hatt kurseffekt.

Den kurseffekten som inntraff etter resultatvarslet må på denne bakgrunn i all hovedsak kunne tilskrives termineringen av Thales avtalen. Resultatvarslet ga umiddelbar kurseffekt. Kursen på Q-Free aksjen falt med 22,1 % i forhold til siste omsetningskurs dagen før, for så å stabilisere seg på et lavere nivå på rundt NOK 6,-. Utsnitt av overvåkingssystemet nedenfor illustrerer kursutviklingen.

At Thales kontrakten og terminering av denne av Selskapet må anses som kurssensitiv informasjon bekreftes av følgende:

1. Fra Selskapet ble børsnotert den 3. april 2002 har det frem til og med 26. mars 2004 sendt 17 børsmeldinger om inngåelse av kontrakter. Kontraktsverdiene har variert i størrelsesorden fra NOK 5 – 6 mill. til Thales-kontrakten's NOK 85 mill. som den klart største.

Nedenfor følger en oppstilling av kontrakter meldt markedet:

Dato for børsmelding	Kontraksverdi	Leveringsramme
25.04.2002	NOK 8,2 mill.	1. kv. 2003
30.04.2002	NOK 85,0 mill.	3 år
06.05.2002	Ikke fastsatt	sommeren 2003
15.05.2002	NOK 30-40 mill.	hovedsakelig 2003
07.06.2002	NOK 6 mill.	3 år
13.08.2002	NOK 22 mill	2003
24.10.2002	NOK 5-6 mill.	okt. 02 – mars 03
19.12.2002	NOK 40-60 mill.	2003
13.02.2003	NOK 7 mill.	2003
19.06.2003	"noen mill."	
11.08.2003	ikke spesifisert	
24.11.2003	NOK 20-25 mill	2004
26.11.2003	NOK 10 mill.	2004
06.01.2004	SEK 30 mill	sommeren 2005
23.01.2004	NOK 25-30 mill	2004
20.02.2004	NOK 12 mill.	2004
26.03.2004	NOK 30 mill.	2005

2. I styrets beretning for 2002, signert 31. mars 2003, står det :

*" Kontrakten som ble inngått med London Underground i april 2002 er selskapets hittil største kontrakt, og leveransen består av styrings- og logistikk-system, bygd på Q-Frees brikke og leserteknologi."*

5. Selskapets anførsler

Selskapet har i hovedsak anført at muntlig beskjed om terminering ble mottatt 23. mars 2004. Meldingen kom svært overraskende på Selskapet, og den førte til hektisk aktivitet for å undersøke om den var en endelig terminering eller et ønske om å endre kontrakten eller redusere størrelsen på ordren. Endelig mottatt brev om terminering kom Selskapet i hende fredag 26. mars 2004, og på mandag 29. mars 2004 fortsatte kontakten med Thales.

Selskapet bestrider på det sterkeste at termineringen av Thales kontrakten er hovedgrunnen til den beskrevne kurseffekten. Tapet i Q1 2004 utgjorde NOK 94 mill. Av dette skyldes NOK 72 mill avskrivninger, nedskrivninger og restruktureringskostnader. De resterende NOK 22 mill skyldes kostnader vedrørende prosjekter i Taiwan, Thales prosjektet samt andre prosjekter. Selskapet har tidligere guidet på et negativt resultat på NOK 5-10 mill for kvartalet. Hvis dette legges til grunn, vil det si at nedskrivningne og restruktureringen står for over 85% av det negative resultatet i perioden, og må således klart fremheves som hovedgrunn for kursfallet.

Selskapet har videre anført at det fortsatt, uten Thales kontrakten, har en sterk ordresreserve. Ordreserven ble redusert fra NOK 482 mill til NOK 456 mill i Q1 2004. Selskapet har derfor vurdert det slik at termineringen bare kan være årsak til mindre justeringer av kursen.

Når det gjelder størrelsen på Thales kontrakten sier Selskapet at Q-Free som konsern har inngått betydelig større kontrakter, herunder Auto Pass kontraktene i Norge. Det er kun dersom man ser på Q-Free Access AS isolert at Thales kontrakten er største kontrakt noensinne inngått. Q-Free konsernet omsatte i 2003 for NOK 281 mill. Inntekter fra Thales kontrakten utgjorde ca. NOK 11 mill. Dette utgjør ca. 4% av omsetningen. For 2004 var det forventet en omsetning på ca. NOK 25 mill fra Thales kontrakten. Dette ville ha utgjort ca. 7-8% av forventet omsetning for konsernet. Også videre fremover ville kontrakten ha utgjort godt under 10% av forventet omsetning for konsernet.

Selskapet er således uenig med Oslo Børs når det gjelder årsaken til kursreduksjonen som fant sted etter børsmeldingen som ble sendt 16. april 2004.

Kopi av Selskapets anførsler er inntatt i sin helhet som vedlegg 4.

## 6. Rettslig utgangspunkt

### 6.1 Informasjonsplikt og offentliggjøring

Det rettslige utgangspunkt for utstederselskapenes informasjonsplikt fremgår av børsloven § 5-7 første ledd:

*"Etter nærmere regler fastsatt av departementet skal utstederen av omsettelige verdipapirer offentliggjøre opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene, og sende slike opplysninger til den børs der verdipapirene er notert."*

Informasjonsplikten er nærmere fastsatt i børsforskriften § 5-2 første ledd, som lyder:

*"Selskapet skal uoppfordret og umiddelbart gi børsen opplysninger, herunder om endringer i forhold som tidligere er meddelt børsen, som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer."*

Offentliggjøring anses som utgangspunkt skjedd "når opplysningene er mottatt av børsen og distribuert i børsens informasjonssystem", jf. børsforskriften § 23-2 første ledd, første punktum og § 5-2 tredje ledd.

## 7. Børsens vurdering

### 7.1 Spørsmålet om Thales' terminering av avtalen var informasjonspliktig

Informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2 første ledd gjelder "opplysninger" som må antas å være "av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer".

Det antas ikke tvilsomt at termineringen av avtalen var en opplysning i bestemmelsens forstand.

Ved vurderingen av om Q-Free har brutt informasjonsplikten, må det således vurderes hvorvidt Thales' terminering av avtalen med Q-Free Access AS oppfyller vilkåret til kurssensitivitet. Dersom dette besvares bekreftende, må det tas stilling til på hvilket tidspunkt informasjonsplikten inntrådte.

### 7.2 Kurssensitivitet

Når det gjelder vilkåret for kurssensitivitet, omtalt nærmere ovenfor, vises til at termineringen ble meldt ved børsmelding datert 16. april 2004, og må således ha blitt vurdert av Selskapet som en opplysning av ikke uvesentlig betydning for kursen på aksjene, og således informasjonspliktig. Meldingen medførte også en umiddelbar kurseffekt på ca. 22,1% prosent.

Når det gjelder årsaken til kurseffekten er børsen av en annen oppfatning enn Selskapet. Selv om også andre forhold trolig kan ha medvirket til det store kursutslaget Selskapet opplevde etter børsmeldingen 16. april 2004, mener børsen at det må kunne legges til grunn at størstedelen av den kurseffekten som inntraff skyldes termineringen av Thales kontrakten. Det vises til redegjørelsen under pkt. 4.

Inngåelse av avtalen ble også meldt av Selskapet etter kontraktinngåelse ved børsmelding datert 30. april 2002, og avtaleforholdet var omtalt av Selskapet i styrets beretning for 2002 som Q-Frees hittil største kontrakt. Basert på kontraktssum er avtalen fremdeles den største Selskapet har inngått. At selskaper innen samme konsern har inngått større kontrakter, eller at inntjeningen for kontrakten var estimert til 7-8% for konsernet i 2004, kan ikke tillegges avgjørende vekt ved vurderingen av om termineringen av kontrakten var et informasjonspliktig forhold. Det vises blant annet til at Selskapet regelmessig har meldt inngåelse av kontrakter med kontraktsummer helt ned til NOK 5-6 mill. Børsen legger i sin praksis til grunn at det skal være symmetri mellom positiv og negativ informasjon som meldes markedet.

Børsen legger etter dette til grunn at termineringen av avtalen var svært kurssensitiv og følgelig et informasjonspliktig forhold.

### 7.3 Tidspunkt for inntreden av informasjonsplikt

Det neste spørsmålet er på hvilket tidspunkt informasjonsplikten inntrådte. Det følger av børsforskriften § 5-2 første ledd at opplysningene skal gis "uoppfordret og umiddelbart".

Spørsmålet er om det i saken foreligger omstendigheter som kan tale for en utsettelse av informasjonspliktens inntreden.

Selskapet har i email til Oslo Børs av 23. april 2004 anført at det ikke er "uvanlig i bransjen at terminering av prosjekter finner sted ut i fra ønsket fra en av partene om å reforhandle eksisterende betingelser eller tidsforskyvninger." Videre heter det at Q-Free "umiddelbart satte i gang undersøkelser for å klargjøre bakgrunnen for nevnte brev."

Oslo Børs kan ikke se at brevet kunne oppfattes på den måten Selskapet har anført. Thales oppgir som direkte årsak til at avtalen sies opp at Metronet Rail SSL har sagt opp avtalen overfor dem. Termineringen er definitiv, det henvises til de aktuelle bestemmelser i avtaleverket som beskriver fremgangsmåter og prosedyrer for terminering, og man angir også virkningene av at avtalen nå er sagt opp. Når det gjelder betalingsforpliktelsene Thales har overfor Q-Free, ønsker man en dialog om hvordan dette skal gjøres i forbindelse med termineringen og ber om møte. Det er således et faktum at Thales sier opp avtalen i henhold til det regelverk som partene har blitt enige om. I en slik situasjon inntreffer informasjonsplikten umiddelbart, og Q-Free har en selvstendig plikt til å informere Oslo Børs. Noe annet ville uthule informasjonsplikten som gjelder for de børsnoterte selskapene.

Det vises i denne forbindelse til Børsklagenemndens sak 2/1997 (Vital-saken) hvor det blant annet ble presisert at

*"[h]ensynet til markedet og dets behov for kursrelevant informasjon er generelt prioritert foran selskapets behov for hemmelighold".*

Tilsvarende resonnement er lagt til grunn i en rekke senere saker, jf. børsstyrets sak 56/00 Norman ASA, Børsklagenemndens sak 1/2000 Alcatel STK ASA og børsstyrets sak 112/03 Superoffice ASA.

Børsen er således av den oppfatning at termineringen av Thales kontrakten senest skulle vært meldt 26. mars 2004 som er tidspunktet da Selskapet mottok brevet om oppsigelse.

### 8. Sanksjonsspørsmål

Etter børsforskriften § 25-5, jf. børsloven § 5-12, kan børsstyret vedta å ilegge utstedere av børsnoterte finansielle instrumenter et overtredelsesgebyr på maksimalt 10 ganger kursnoteringsavgiften.



Oslo Børs finner at den aktuelle overtredelsen er så vidt alvorlig at det bør reageres med overtredelsesgebyr.

Etter Oslo Børs' oppfatning inntraff informasjonsplikten vedrørende Thales terminering av kontrakten senest 26. mars 2004. Selskapet pliktet da umiddelbart å sende børsmelding. Det er i vurderingen lagt vekt på at det gikk lang tid fra Selskapet mottok terminering til forholdet ble meldt børsen, samt at avtalens økonomiske omfang og betydning for kursen på Selskapets aksjer.

Den lange oversittelsen av informasjonsplikten har også medført en betydelig lekkasjefare.

Det er børsens oppfatning at saken bidrar til å skape tvil om Selskapet har tilstrekkelige kunnskaper og rutiner for å ivareta de krav regelverket setter til informasjonsplikt og offentliggjøring for børsnoterte selskaper.

Oslo Børs har ilagt overtredelsesgebyr i flere saker som er av liknende karakter. I den forbindelse vises blant annet til sak 19/98 Opticom ASA (børsstyret), 1/98 Brøvig Offshore ASA (børsklagenemden), 158/97 Alvern ASA (børsstyret), 112/03 Superoffice ASA. I disse sakene er det ilagt gebyr på to til fire ganger kursnoteringsavgiften.

Oslo Børs har ikke funnet særlige formildende omstendigheter som bør tillegges vekt ved beregningen av størrelsen på gebyret.

Ut fra en helhetsvurdering og sett hen til tidligere praksis i ovennevnte saker, finner Oslo Børs at overtredelsesgebyret passende bør settes til 4 ganger årlig kursnoteringsavgift, hvilket til sammen utgjør NOK 440.000.

## 9. Vedtak

Børsstyret fattet følgende vedtak:

*"Børsstyret vedtok å ilagge Q-Free ASA overtredelsesgebyr tilsvarende 4 – fire – ganger årlig kursnoteringsavgift, jf børsloven § 5-12 og børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften §§ 5-2 første ledd og 23-3, jf. børsloven § 5-7.*

*Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden. Klagefrist er 2 – to - uker."*

### **5.1.3 Q-Free ASA – brudd på informasjonsplikt ved terminering av kontrakt (Børsklagenemndens sak 3/2004)**

Avgjørelse av 20. oktober 2004 av klage fra Q-Free ASA (Q-Free, selskapet, klager) over børsstyrets vedtak 2. september 2004 om å ilagge selskapet et overtredelsesgebyr tilsvarende 6 – seks – ganger årlig kursnoteringsavgift, jf. lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m. (børsloven) 5-12 og børsforskriften 17. januar 1994 nr. 30 § 25-5 for brudd på børsforskriften §§ 5-2 første ledd og § 23-3, jf. børsloven § 5-7.

#### Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Børsstyret fattet 2. september 2004 vedtak med slik konklusjon:

*"Børsstyret vedtok å ilagge Q-Free ASA et overtredelsesgebyr tilsvarende 6 – seks – ganger årlig kursnoteringsavgift, jf børsloven § 5-12 og børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften §§ 5-2 første ledd og 23-3, jf. børsloven § 5-7.*

*Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden. Klagefrist er 2 – to – uker."*

Wikborg, Rein & Co ved advokat Per Anders Sæhle, har på vegne av Q-Free ASA (Q-Free, selskapet, klager) påklaget børsstyrets vedtak i brev av 16. september 2004.

Børsen har i brev 29. september 2004 til Børsklagenemnden opplyst at børsstyret opprettholder sitt vedtak av 2. september 2004. Saken ble derfor i samme brev oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 26-3 første ledd og forvaltningsloven § 33.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 20. oktober 2004. Ved behandlingen og avgjørelsen deltok Bjørg Ven (leder), John Giverholt, Trygve Bergsåker, Hugo Matre og Bernt Zakariassen.

#### Kort om selskapet og vedtaket

Q-Free ASA har vært notert på Oslo Børs siden 3. april 2002. Pr. 23. mars 2004 hadde selskapet 217 ansatte.

Q-Free-konsernet er en global og ledende leverandør av produkter, systemer og driftstjenester til veiprisning ved bruk av elektroniske brikker (Electronic Toll Collection – ETC). Konsernets andre satsningsområde er elektroniske billetteringssystemer og drift av slike betalingssystemer.

Tidligere hadde selskapet de heleide datterselskapene Q-Free Tolling, Q-Free Ticketing, Q-Free Access og Q-Free.com. Etter en strukturendring i september 2003 representerer de heleide datterselskapene Q-Free Products AS, Q-Free Systems AS og Q-Free Services AS kjernevirksomheten i konsernet. Disse selskapene utnytter en felles plattform av teknologi og kompetanse innen konsernets hovedområder. I tillegg til kjernevirksomheten i Norge eier konsernet selskapet Noca AS med 53,5 prosent. Andre selskaper internasjonalt er de heleide datterselskapene i Portugal, Malaysia, Brasil og Australia, som i dag er lokalisert i konsernets viktigste markeder. Konsernet er i tillegg representert i Kina, Nederland og Hellas.

Selskapet inngikk i 2001 avtale med NSB om levering av et system for elektronisk billettering. I brev 2. juni 2004 (oversendt ved e-post) fra NSB til selskapet refereres det til forhandlinger mellom NSB og selskapet i tiden forut for brevet, og NSB skriver blant annet at "NSB i lengre tid har vært bekymret for Q-Free sin gjennomføringsevne." NSB viser i den forbindelse til flere konkrete forhold. Videre skriver NSB at "NSB kan ikke imøtekomme kravet om 5,1 mill og oppfatter dette slik at Q-Free ikke lenger vil vedstå seg sine forpliktelser". Ut fra dette anser NSB forholdet til Q-Free som avsluttet. For øvrig tar NSB forbehold om at de vil kunne komme til å kreve kostnader og tap dekket av Q-Free.

Selskapet kontaktet Oslo Børs torsdag 3. juni, og ba om børsens vurdering av om brevet fra NSB utløste informasjonsplikt for selskapet. I kontakten med børsen ble det opplyst at kontraktssummen var på NOK 54 millioner, samt at det var avtalt møte mellom Q-Free og NSB fredag 4. juni 2004 (dvs. dagen etter) hvor termineringen av kontrakten skulle drøftes.

Børsen v/advokat Amundsen opplyste at det i utgangspunktet er selskapets ansvar å bedømme om et forhold er informasjonspliktig, men uttalte at på bakgrunn av de opplysningene børsen fikk, kunne det se ut som om forholdet var informasjonspliktig. I så fall ble det presisert fra børsens side at børsmelding skulle sendes med en gang. Selskapets børskontakt opplyste at tilbakemeldingen ville bli tatt med til styremøtet i selskapet.

Da børsen ikke mottok børsmelding innen kl. 10 fredag 4. juni (verken uoppfordret eller på oppfordring), ble det innført børspause. Selskapet ble også varslet om at suspensjon

ville bli vurdert, dersom børsmelding om brevet fra NSB ikke ble mottatt. Utkast til børsmelding ble mottatt av børsen kl. 11, og lagt ut kl. 11.06. Børspausen ble deretter opphevet.

Oslo Børs opplyser at Q-Free-aksjen 3. juni 2004 ble handlet til kurser rundt NOK 5,75 og at dette var sluttkursen denne dagen. Da aksjen ble tatt opp til handel igjen etter børspausen fredag 4. juni 2004, ble første handel gjort til kurs NOK 5,50 men falt så umiddelbart til NOK 5,20. Dette representerer et kursfall på 9,56 % fra NOK 5,75. Utover dagen tok kursen seg noe opp igjen, og sluttkurs fredag 4. juni 2004 var NOK 5,50, hvilket er en nedgang på 4,35 % i forhold til sluttkursen dagen før.

Oslo Børs opplyser for øvrig at Q-Free noen dager i forveien hadde mottatt børsens foreløpige innstilling til styresak angående brudd på informasjonsplikten tilknyttet det engelske selskapet Thales Information Systems (Thales) og deres oppsigelse av sin kontrakt med Q-Free (styresak nr. 70/04).

Det følger av lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m. (børsloven) § 5-7 første ledd at:

*"Etter nærmere regler fastsatt av departementet skal utstederen av omsettelige verdipapirer offentliggjøre opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene, og sende slike opplysninger til den børs der verdipapirene er notert."*

Nærmere regler er fastsatt i børsforskrift 17. januar 1994 nr. 30 § 5-2 første ledd. Denne bestemmelsen lyder:

*"Selskapet skal uoppfordret og umiddelbart gi børsen opplysninger, herunder om endringer i forhold som tidligere er meddelt børsen, som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer. Opplysninger fra selskapet som offentliggjøres ved andre børser hvor selskapets aksjer er notert, skal senest samtidig sendes børsen."*

I møte 2. september 2004 kom børsstyret til at Q-Free ASA hadde misligholdt sin opplysningsplikt etter børsloven og børsforskriften, da selskapet ikke senest om ettermiddagen 2. juni 2004 hadde meldt om NSBs terminering av kontrakten med Q-Free.

I henhold til børsloven § 5-12, jf. børsforskriften § 25-5, fattet så børsstyret 2. september 2004 følgende vedtak:

*"Børsstyret vedtok å ilegge Q-Free ASA et overtredelsesgebyr tilsvarende 6 – seks – ganger årlig kursnoteringsavgift, jf børsloven § 5-12 og børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften §§ 5-2 første ledd og § 23-3, jf børsloven § 5-7.*

*Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden. Klagefrist er 2 – to – uker."*

Forut for børsstyrets vedtak fikk selskapet i brev 2. august 2004 fra Oslo Børs forhåndsvarsel om illeggelse av overtredelsesgebyr. I brev 11. august til Oslo Børs gir selskapet uttrykk for at børsens foreløpige vurdering bygger på et mangelfullt faktum og redegjør for selskapets syn på dette. Videre er selskapet uenig i børsens foreløpige vurdering med hensyn til når informasjonsplikten inntreffer. De anførsler som fremgår av dette brevet gjengis i hovedsak i selskapets klage av 16. september 2004. Innholdet i denne klagen er gjengitt nedenfor. Selskapet har også fått oversendt en skriftlig oppsummering av telefonsamtaler Oslo Børs har hatt med NSB i anledning saken. Selskapet har i brev 22. september 2004 kommentert innholdet i denne oppsummeringen.

## Børsens vedtak

Børsstyret fattet som nevnt sitt første vedtak i saken 2. september 2004. I vedtak 29. september 2004 opprettholder børsstyret sitt tidligere vedtak, og utdyper sin argumentasjon. I det følgende gjengis hovedpunktene i børsstyrets vedtak basert på vedtaket av 2. september 2004 og vedtaket 29. september 2004.

Børsen drøfter først spørsmålet om NSBs terminering av avtalen var informasjonspliktig etter børsloven § 5-7 første ledd jf. børsforskriften § 5-2 første ledd.

Børsen legger til grunn at avtalen mellom Q-Free og NSB utvilsomt omfattes av begrepet "opplysninger" i børsforskriften § 5-2 første ledd. Børsen går deretter over til å drøfte om vilkåret om kurssensitivitet er oppfylt. Dersom dette vilkåret anses oppfylt, reiser det spørsmål om når informasjonsplikten inntrådte.

Når det gjelder spørsmålet om opplysningene var kurssensitive, viser børsen først til hvilke kontrakter selskapet tidligere har informert markedet om. Ut fra disse opplysningene fremgår det at i forhold til kontraktssum er kontrakten med NSB den nest største kontrakten selskapet har inngått. Selskapet har på sin side anført at termineringen av kontrakten ikke er informasjonspliktig, siden det ville vært ulønnsomt for selskapet å gå videre på de opprinnelige vilkårene. Til dette uttaler børsen:

"Oslo Børs er ikke enig i betraktningen. Børsen legger til grunn at det normalt skal være symmetri mellom positiv og negativ informasjon som meldes markedet. Begrunnelsen er at markedet normalt legger like stor vekt på negativ informasjon fra selskapene som positive nyheter. Unnløstelse av å melde om negative opplysninger ville således kunne medføre uriktig prising og asymmetrisk informasjon i markedet frem til forholdet ble allment kjent for investorene. Det må derfor gjelde samme krav for børsnoterte selskapers informasjonsplikt uansett om opplysningene inneholder positiv eller negativ informasjon. Selskapet har ved flere anledninger kommunisert til markedet kontraktssummen på NSB avtalen og de positive forventningene som selskapet hadde til inntjeningen på avtalen. Det må således antas at markedet var den oppfatning at Q-Free hadde en avtale med NSB som vil generere en fremtidig kontantstrøm. Informasjon om at avtalen er bortfalt og dermed den forventede inntjeningen, må således kommuniseres til markedet."

Børsen viser videre til at selskapet på sin side har kommunisert kontraktssummen og forventninger om positiv inntjening på avtalen i alle delårsrapportene fra 2002 og første kvartal 2003, samt i styrets årsberetning i 2002. Børsen kan ikke se at markedet har blitt informert om at NSB-prosjektet ikke lenger ble oppfattet som strategisk viktig for selskapet.

Børsen har i sin vurdering også lagt vekt på at selskapet den siste tiden hadde informert markedet om flere negative forhold (blant annet hadde selskapet mistet en stor kontrakt i England, ikke nådd opp i konkurransen om en større kontrakt i Taiwan, samt sendt ut melding om nødvendige omstruktureringer i konsernet), uten at dette var blitt utlignet av positive nyheter. Etter børsens vurdering var selskapet således i en situasjon hvor ytterligere negative opplysninger fort ville bli reflektert i aksjekursen. Børsen viser her til at da børsmelding ble sendt ut, reagerte kursen negativt med ca. 9,56 prosent, før den korrigerte seg utover dagen. Børsen finner det lite sannsynlig at dette skyldes aksjens alminnelige volatilitet. For øvrig viser børsen til at det ikke er noe absolutt krav om at kursen faktisk skal bevege seg for å konstatere brudd på informasjonsplikten, såfremt opplysningene er vurdert til å være opplysninger som "må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer".

Børsen finner hermed at vilkåret om kurssensitivitet er oppfylt, og at NSBs oppsigelse av avtalen derfor er informasjonspliktig etter børsloven og børsforskriftens bestemmelser.

Børsen drøfter videre når selskapets informasjonsplikt inntreer. I sitt vedtak 29. september 2004 bemerker børsen innledningsvis at børsforskriftens § 5-2 første ledd fastsetter at de informasjonspliktige opplysningene skal gis "uoppfordret og umiddelbart". Børsen viser videre til at spørsmålet om når plikten inntreer, beror på en konkret vurdering, men at det kan utledes enkelte generelle retningslinjer av bestemmelsen:

"Bortfall av avtaler av økonomisk viktighet eller strategisk betydning for et børsnotert selskap må normalt meldes markedet senest på termineringstidspunktet. Begrunnelsen er at i et effisient marked vil verdien av avtalen for selskapet bli priset inn i aksjekursen. Dersom avtalen av en eller annen grunn faller bort, vil markedet på samme måte reagere ved å reprise aksjen gjennom de kjøps- og salgskurser som fremsettes. Mottar imidlertid ikke markedet rettidig informasjon om bortfallet, vil det kunne oppstå en risiko for at aksjekursen ikke justerer seg til antatt riktig markedspris, samtidig som det vil foreligge en lekkasjefare frem til offentliggjøring.

Regelmessig vil informasjonsplikt kunne inntreffe på et tidligere tidspunkt enn på termineringstidspunktet. Dette vil gjerne være i situasjoner hvor et børsnotert selskap er part i en avtale som er kommunisert til markedet som økonomisk betydningsfull eller strategisk viktig, og avtalen deretter helt eller delvis, mister sin økonomiske eller strategiske betydning, uten at avtaleforholdet er kommet til opphør mellom partene. Å vente med å sende børsmelding til endelig terminering i et slikt tilfelle, vil medføre at markedet blir informert for sent, og at aksjen kan ha blitt handlet til feil pris i perioden. Dersom det inntreffer endringer i en avtales verdi – i forhold hva selskapet tidligere har kommunisert om kontraktsverdien – vil markedet ha behov for oppdatering for riktig prising av aksjen."

Børsen legger derfor til grunn at det ikke får avgjørende betydning om avtalen først skulle anses terminert 4. juni 2004, dersom det kan konstateres at informasjonsplikten inntrådte på et tidligere tidspunkt.

Børsen er imidlertid ikke enig med selskapet i at avtalen først må anses terminert 4. juni 2004, eller at brevet av 2. juni 2004 må anses som et forhandlingsutspill. Børsen legger her vekt på ordlyden i brevet, samt at det ikke foreligger korrespondanse med tilsvarende forhandlingsutspill fra NSB til Q-Free i saken. For øvrig viser børsen til at ledelsen i NSBs prosjektgruppe bekrefter at brevet var ment som en endelig terminering av avtalen. Børsen konkluderer følgelig med at det foreligger et reelt termineringsbrev 2. juni 2004, og at ledelsen i selskapet vanskelig kan oppfatte brevet som noe annet. Det forhold at det var avtalt et møte mellom partene 4. juni 2004 endrer ikke børsens oppfatning på dette punktet.

Børsen har også drøftet hvorvidt brevet av 2. juni 2004 er å forstå slik at terminering av avtalen fra NSBs side var betinget av at Q-Free ikke ville vedstå seg sine forpliktelser uten at vederlaget på NOK 5,1 millioner ble betalt. Børsen kan ikke se at dette er tilfelle, blant annet fordi det allerede er konkludert med at brevet innebærer endelig terminering av avtalen. Siden selskapet uansett har erkjent at avtalen ikke ville vært lønnsom for Q-Free på disse vilkårene, er børsen av den oppfatning at spørsmålet om det foreligger en betinget terminering ikke har betydning. Etter børsens vurdering utløser brevet av 2. juni 2004 informasjonsplikt for selskapet uansett.

Børsen anser det heller ikke for avgjørende hvorvidt NSB ensidig kunne avslutte kontrakten med selskapet. Børsen viser i den forbindelse til at en avvisning av tilleggskravet på NOK 5,1 millioner i seg selv var tilstrekkelig til å utløse informasjonsplikt. Børsen viser i den forbindelse til styreprotokoll fra Q-Frees styremøte 3. juni 2004.

Det fremgår av vedtaket av 29. september 2004 at børsen ikke har vektlagt innholdet av telefonsamtalene som fant sted torsdag 3. juni 2004 mellom børsen og Q-Free angående vurderingen av om brevet av 2. juni 2004 utløste informasjonsplikt for selskapet. Børsen viser her til at det foreligger uenighet om hva som faktisk skal ha blitt sagt.

Børsens konklusjon er således at informasjonsplikten inntreder 2. juni 2004 ved mottakelsen av brevet fra NSB.

Med hjemmel i børsforskriftens § 25-5 jf. børsloven § 5-12 har børsen vedtatt å ilegge selskapet et overtredelsesgebyr tilsvarende seks ganger kursnoteringsavgiften. Børsen har begrunnet vedtaket med at overtredelsen er såpass alvorlig at det bør reageres med overtredelsesgebyr. I sin vurdering har børsen i hovedsak lagt vekt på at selskapet nylig har blitt ilagt et gebyr på fire ganger kursnoteringsavgiften. Siden forholdet i denne saken er av samme art – den forrige saken gjaldt også informasjon om bortfall av kontrakt – og kontraktsummen i det foreliggende tilfellet var stor, finner børsen grunn til å sette gebyret noe høyere enn ved forrige overtredelse. Det presiseres i børsstyrets vedtak av 29. september 2004 at børsen i hovedsak har lagt vekt på at forholdet var et gjentatt brudd på en sentral bestemmelse i børsforskriften, og ikke at selskapet har motsatt seg et konkret råd fra børsen, som har hatt utslagsgivende betydning for gebyrets størrelse.

Børsen har for øvrig ikke funnet at det foreligger formildende omstendigheter som det bør legges vekt på ved fastsettelsen av gebyret. Børsen har i den forbindelse kommentert enkelte forhold nærmere. Det forhold at Q-Free kontaktet børsen for en vurdering av spørsmålet om det forelå informasjonsplikt anser børsen ikke for å være en slik formildende omstendighet. I denne forbindelse viser børsen til at kontakten ikke ble tatt før sent på dagen den 3. juni 2004, selv om brevet fra NSB ble mottatt 2. juni 2004. Videre er det lagt vekt på at melding ikke ble sendt før børspause var innført og børsen opplyste at suspensjon ville bli vurdert. Børsen finner ikke at børsstyresak 56/00 (Norman ASA) er relevant, da denne saken ikke dreide seg om børsens oppfatning med hensyn til om et forhold er informasjonspliktig eller ikke, i forkant av en børsmelding.

Børsen finner heller ikke at lengden på oversittelsen kan tillegges vekt i formildende retning. Det vises til at gebyret er satt høyt på grunn av at det dreier seg om et gjentatt brudd på en sentral bestemmelse i børsforskriften, samt at forholdets grovhet har vært bestemmende for gebyrets størrelse. Videre vises det til at lengden på oversittelsen etter all sannsynlighet ble påvirket av at børsen påla selskapet å sende børsmelding.

Det anses ikke som en formildende omstendighet at den økonomiske effekten av kontraktsbortfallet var liten for Q-Free. Børsen viser til at det avgjørende er hva selskapet tidligere har kommunisert til markedet vedrørende kontraktens økonomiske og strategiske betydning.

Børsen finner heller ikke at det kan tillegges betydning i formildende retning at selskapet har overholdt de sentrale bestemmelser i verdipapirhandelloven og børsforskriften vedrørende lekkasjer.

Børsen konkluderer med at det ikke er grunnlag for å sette ned overtredelsesgebyret.

### Klagen

Selskapet har ved advokat Per Anders Sæhle (advokatfirmaet Wikborg, Rein & Co) i brev 16. september 2004 påklaget børsstyrets vedtak av 2. september 2004. Selskapet viser i denne klagen også til sin fremstilling i brev til Oslo Børs av 11. august 2004, hvor selskapet kommenterte børsens forhåndsvarsel om illeggelse av overtredelsesgebyr.

Selskapet anfører prinsipielt at informasjonsplikten først inntreder etter selskapets møte med NSB fredag 4. juni 2004 kl 12. Det foreligger således etter klagers oppfatning ikke

brudd på informasjonsplikten. Subsidiært anføres det at overtredelsesgebyret i alle tilfelle er satt for høyt. Det vises i den forbindelse til sakens konkrete forhold og børsens praksis i lignende saker.

Innledningsvis har klager bemerket at saken dreier seg om termineringen av samarbeidet med NSB, og ikke om hvorvidt avtalen mellom Q-Free og NSB var informasjonspliktig.

Klager anfører prinsipalt at endelig terminering av avtalen først skjedde etter at Q-Free hadde avholdt sitt avklaringsmøte med NSB 4. juni 2004 kl 12. Børsmeldingen kl. 11.06 den 4. juni ble således inngitt forut for at informasjonsplikten inntraff. Videre anfører selskapet at en terminering fra NSBs side uansett ville være betinget av at Q-Free ikke ville gå videre på de opprinnelige vilkårene, dvs. uten at NSB betalte vederlaget på NOK 5,1 millioner. Q-Free hadde således mulighet til å gå videre med avtalen, men hvorvidt dette skulle skje var imidlertid ikke avklart. Selskapet viser i den forbindelse til styreprotokollen fra 3. juni 2004. I telefaks til NSB gir selskapet uttrykk for det samme synspunkt.

Videre anfører Q-Free at det heller ikke forelå rettslig grunnlag for NSB til ensidig å terminere avtalen. Q-Free hadde således også i denne henseende et kontraktsrettslig krav på å gå videre med avtalen. Etter klagers oppfatning kan det faktum at NSB har tatt forbehold om dekning av kostnader og tap ikke tilsi at kontrakten er terminert. Etter klagers vurdering er dette et forhandlingsutspill fra NSBs side i forhold til det etteroppgjør som skulle finne sted. Klager viser her til at dette etteroppgjøret endte med at NSB betalte om lag NOK 2 millioner til Q-Free, samt frafalt retten til å fremme betalingskrav mot selskapet.

Klager imøtegår for øvrig børsens opprinnelige oppfatning om hva som ble sagt i telefonsamtalene som fant sted mellom Q-Free og Oslo Børs torsdag 3. juni 2004.

Klager konkluderer med at kontrakten ikke ble endelig terminert før 4. juni 2004 etter at møtet med NSB hadde funnet sted. Informasjonsplikten oppstod således først etter dette tidspunktet, og det foreligger dermed ikke brudd på denne plikten.

Subsidiært anfører klager som nevnt at overtredelsesgebyret er satt for høyt. Klager anfører at børsstyret har lagt til grunn feil faktum i forhold til telefonsamtalene mellom Q-Free og Oslo Børs i forbindelse med at selskapet ønsket en vurdering av om brevet fra NSB utløste informasjonsplikt. Etter klagers vurdering ser disse forholdene ut til å ha hatt stor betydning for utmålingen av overtredelsesgebyret.

Selskapet imøtegår for det første at det skal ha fått et konkret råd fra børsen i telefonsamtalene med Oslo Børs torsdag 3. juni. Klager har oppfattet børsen slik at det var opp til selskapet selv å vurdere både spørsmålet om brevet utløste informasjonsplikt og eventuelt når slik informasjonsplikt inntrådte. Klager mener at også uttalelser i børsstyrets vedtak støtter denne oppfatningen av faktum. Klager viser for øvrig til at selskapet i møte med Oslo Børs 6. september skal ha gitt uttrykk for sin sterke reaksjon på den fremstilling av saken som ble gjort i børsstyrets vedtak av 2. september 2004.

Klager bestrider også at selskapet overfor Oslo Børs skal ha bekreftet at opplysningene i brevet fra NSB måtte antas å ha ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer, og derfor var informasjonspliktig.

Selskapet mener at overtredelsesgebyret på seks ganger kursnoteringsavgiften er en altfor streng reaksjon, og at det bryter med børsens tidligere utmålingspraksis. Klager er videre uenig med børsen i at det ikke foreligger formildende omstendigheter. I tillegg mener klager, som det fremgår av det ovenfor gjengitte, at de momentene børsstyret har tillagt vekt i skjerpene retning er basert på et uriktig eller ufullstendig faktum.

Når det gjelder de omstendigheter som etter klagers vurdering må anses som formildende, vises det til at styret for det første ikke satte seg utover et konkret råd fra børsen, jf. det ovenfor gjengitte om klagers anførsel om at vedtaket bygger på uriktig faktum. For det annet vises det til at selskapet tok kontakt med børsen for å få børsens oppfatning av spørsmålet om informasjonsplikt. I denne sammenheng vises det til styreprotokollen. Selskapet viser videre til at slik dialog med børsen tidligere har blitt ansett som en formildende omstendighet i informasjonspliktsaker, jf. styresak 56/00 (Norman ASA).

For det tredje viser klager til at lengden på oversittelsen på litt over en dag er betydelig kortere enn i mange av de tidligere sakene børsstyret har fattet vedtak i (Norman ASA (56/00), Global Geo Services ASA (25. oktober 2001), Ocean Rig ASA (sak 110/02), Kværner ASA (sak 58/02), Superoffice ASA (sak 112/03), samt børsklagenemndens sak vedrørende Alcatel STK ASA (1/2000)). I disse sakene ble overtredelsesgebyret satt langt lavere. For det fjerde viser klager til at den manglende grovhet som er representert ved at den økonomiske effekten av kontraktsbortfallet er liten, må anses som en formildende omstendighet. I den forbindelse vises det til børsstyrets vedtak vedrørende Alvern ASA (158/97) hvor det i formildende retning ble lagt vekt på at den økonomiske effekten av kontraktsbortfall ikke var tilstrekkelig til å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer. I denne saken viser Q-Free til at det ville være ulønnsomt for selskapet å gå videre på de opprinnelige vilkårene, og at dette tilsvarer situasjonen slik den var i Alvern-saken.

For det femte anfører klager at selskapet allerede hadde kommunisert til markedet i presentasjonen av resultatene for første kvartal 2004 at selskapet revurderte flere prosjekter innen billettering og at som følge av dette kunne deler av ordreserven bli tatt ut.

For øvrig viser klager til at informasjon ikke tilfløt markedet før børsmeldingen var sendt, og at selskapet på dette tidspunktet ikke var kjent med børsstyrets vedtak i Thalessaken (sak 70/04). Sistnevnte forhold reduserer etter klagers oppfatning betydningen av at det foreligger gjentakelse. Etter selskapets oppfatning kan heller ikke gjentakelsessynspunktet legges til grunn uten videre, blant annet fordi realiteten i sakene er ulike. Det vises til at selskapet selv har tatt kontakt med børsen i den foreliggende saken, og at formålet med dette nettopp var å unngå at en tilsvarende sak oppstod i forbindelse med brevet fra NSB. Før øvrig er det selskapets oppfatning at gjentakelse i seg selv ikke er tilstrekkelig til å fastsette et så vidt høyt gebyr. Klager mener å ha støtte for dette i børsens tidligere praksis, og viser til børsstyrets vedtak 21. august 2002 hvor Ocean Rig ble ilagt et overtredelsesgebyr på en gangers kursnoteringsavgiften etter gjentatt overtredelse.

Klager anfører at på bakgrunn av de foreliggende formildende omstendigheter, og det forhold at det ikke foreligger slike skjerpene omstendigheter som børsstyret har lagt til grunn, må overtredelsesgebyret settes betraktelig ned.

#### Børsklagenemndens vurdering

Det er ikke klaget over spørsmålet om bortfallet av NSB-kontrakten medførte informasjonsplikt for selskapet etter børsloven § 5-7 første ledd og børsforskriften § 5-2 første ledd. Klagen gjelder tidspunktet for denne informasjonsplikten. Q-Free mener at plikten først inntrådte etter møtet med NSB den 4. juni 2004 hvor det ble klart at videre forhandlinger var utelukket. Derfor er informasjonen etter klagers mening gitt rettidig. Det klages dessuten subsidiært over størrelsen på overtredelsesgebyret.

*Børsklagenemndens flertall (Ven, Giverholt, Bergsåker og Zakariassen) bemerker:* For avgjørelsen av spørsmålet om rettidig informasjon finner Børsklagenemnden det unødvendig å gå inn på hva som faktisk ble sagt i telefonsamtalen med børsen den 3. juni 2004. Ved mottakelsen av brevet fra NSB den 2. juni 2004 må det for ledelsen i



selskapet ha fremstilt seg som rimelig klart at NSB mente å avslutte forholdet, og at fortsatte forhandlinger med NSB ville bli vanskelige. Under enhver omstendighet gjorde NSB i brevet det klart at de ikke akttet å imøtekomme kravet om tilleggsbetalingen på NOK 5,1 mill. som var nødvendig for at kontrakten skulle gå i balanse.

Det var dermed inntrådt en situasjon som det, ut fra hva som tidligere hadde vært meddelt markedet spesielt om NSB-kontrakten, burde opplyses om. NSB-kontrakten var i en rekke tidligere kvartalsmeldinger omtalt som positiv for selskapet. Den helt generelle opplysningen i første kvartals rapporten for 2004 om at selskapet revurderte sin kontraktsporfølje, særlig innenfor billettering, kan ikke gi grunnlag for å unnlate å gi konkrete opplysninger om NSB-kontrakten umiddelbart etter at dette nye forhold med hensyn til å oppnå tilleggsvederlag, var inntrådt. Det ble selskapet klar over ved mottakelsen av brevet den 2. juni 2004.

At Q-Free trengte tid til å områ seg – i den forstand at en endelig terminering av prosjektet måtte avklares gjennom et møte med NSB – spiller derfor ingen rolle i forhold til at informasjonsplikten oppsto ved mottakelsen av brevet den 2. juni 2004. Spørsmålet om NSB ensidig kunne terminere kontrakten, får heller ikke betydning.

Børsklagenemnden er dermed enig med børsstyret i at selskapet har brutt sin informasjonsplikt, og at brudd på informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2 første ledd er alvorlig og må sanksjoneres med et overtredelsesgebyr.

Når det gjelder overtredelsesgebyrets størrelse, hevder klager at reaksjonen er for streng og er uenig i det faktum som legges til grunn i børsstyrets vedtak.

Børsklagenemnden legger til grunn at selskapet tok kontakt med børsen under styremøtet den 3. juni for rådføre seg med hensyn til tidspunktet for informasjonspliktens inntreden. Samtalen ble fra Q-Frees side oppfattet slik at det var selskapet selv som måtte ta stilling til på hvilket tidspunkt forholdet var informasjonspliktig, og at det ikke ble gitt noe klart råd fra børsen side.

Børsstyret har i sitt vedtak av 2. september 2004 under sanksjonsspørsmålet vist til at selskapet unnlot å informere den 3. juni til tross for børsens råd. I vedtaket av 29. september sier børsstyret at dette moment ikke har hatt utslagsgivende betydning for gebyrets størrelse.

I og med at forholdet særskilt nevnes i det første vedtaket, må det allikevel ha vært tillagt en viss vekt ved utmålingen. Som nevnt legger Børsklagenemnden til grunn at selskapet ikke oppfattet det slik at det fikk noe klart råd fra børsen, slik at det må ses bort fra dette som en skjerpene omstendighet ved utmålingen av overtredelsesgebyret.

Selskapet på sin side hevder at det må være en formildende omstendighet at det ble tatt kontakt med børsen. Børsklagenemnden er heller ikke enig i dette. Informasjonsplikten inntrådte umiddelbart etter mottakelsen av brevet fra NSB. Og kontakten med børsen ble først tatt ca. ett døgn senere. Dette kan derfor etter Børsklagenemndas oppfatning ikke ses på som en formildende omstendighet.

På bakgrunn av brevets innhold burde selskapet umiddelbart ha sendt ut informasjon og ikke ventet på avklaringsmøtet den 4. juni. Dette var altså en feilvurdering fra selskapets side, men når det gjelder lengden av forsinkelsen, må det antas at informasjonen under enhver omstendighet ville blitt gitt den 4. juni 2004 etter møtet med NSB. Det er altså snakk om en forsinkelse på ca 1 ½ dag. Overtredelsens lengde har vært tillagt vekt i tidligere saker, og her er det altså snakk om en overtredelse av relativ kort varighet.

Det må videre legges til grunn at det ikke forelå asymmetrisk informasjon i markedet. Det er intet som tyder på at informasjonen om brevet fra NSB tilfløt markedet før børsmeldingen faktisk ble sendt.

Børsklagenemnden er enig med børsstyret i at det ved utmålingen av gebyret ikke kan legges vekt på at bortfallet av kontrakten fikk liten økonomisk betydning, fordi det dreide seg om en ulønnsom kontrakt. Her vises til det som er sagt foran.

Det som teller i skjerpene retning, er at det dreier seg om et gjentatt brudd på en sentral bestemmelse i børsforskriften. Riktignok var vedtak ennå ikke truffet i Thales-saken, men Q-Free var gjennom forhåndsvarselet fra Oslo Børs i Thales-saken blitt gjort oppmerksom på viktigheten av å overholde informasjonsplikten.

Selv om det dreier seg om gjentatt brudd, inneholder denne saken formildende omstendigheter. På bakgrunn av dette og tidligere praksis finner Børsklagenemnden reaksjonen fra børsstyret noe for streng, og mener at overtredelsesgebyret passende kan settes til fire ganger kursnoteringsavgiften.

*Mindretallet (Matre) bemerker:*

Etter min mening har Q-Free ikke brutt informasjonsplikten etter børsloven § 5-7 første ledd jf børsforskriften § 5-2 første ledd.

Jeg er enig med børsklagenemndens flertall i at terminering av avtalen mellom Q-Free og NSB var informasjonspliktig. Dette spørsmålet er ikke bestridt av klager. Etter min mening inntrådte imidlertid ikke informasjonsplikten før etter møtet mellom kontraktspartene 4. juni d.å., hvor partene ble enige om å avslutte samarbeidet om elektronisk billettering. På dette tidspunkt var børsmelding allerede sendt.

Det fremgår av brevet datert 2. juni 2004 at NSB trodde de sto foran en endelig avslutning av samarbeidet med Q-Free. NSB ga uttrykk for tvil om Q-Frees evne til å gjennomføre avtalen, og fremhevet at NSB oppfattet situasjonen som at Q-Free ikke lenger ville vedstå seg sine forpliktelser uten tilleggsvederlag. NSB skriver uttrykkelig at de på denne bakgrunn anser forholdet til Q-Free som avsluttet. Det fremgår imidlertid like klart at NSB kun tar standpunkt til kravet om tilleggsvederlag på 5,1 millioner, og at termineringen av samarbeidet er basert på en antagelse om at Q-Free ikke ønsker å fortsette dette uten tilleggsvederlag. Avslutningen av samarbeidet var således betinget av at Q-Free ikke lenger ville vedstå seg sine forpliktelser uten tilleggsvederlag på kroner 5,1 millioner.

Q-Free hadde den 2. juni 2004 således valget mellom å fortsette arbeidet med intensjonsavtalen uten tilleggsvederlag eller å akseptere NSBs invitt til å avvikle samarbeidet. Selv om NSB signaliserte tvil om Q-Frees evne til å gjennomføre prosjektet, må det antas at en fortsettelse ville vært mulig dersom Q-Free hadde frafalt kravet på tilleggsvederlag. Jeg legger her vesentlig vekt på den sammenhengen spørsmålet oppsto i. NSB hadde knyttet sin argumentasjon og sitt standpunkt opp mot at vilkårene for tilleggsvederlag ikke var oppfylt. Det dreide seg om en intensjonsavtale hvor partenes rettigheter og forpliktelser presumptivt måtte justeres før endelig avtale kunne inngås. Videre var dette tredje intensjonsavtale mellom partene, slik at tidligere vansker i samarbeidet hadde vist seg å kunne håndteres gjennom forhandlinger med påfølgende justeringer av avtalevilkårene. At videre samarbeid ville være krevende, kan ikke være avgjørende i forhold til vurderingen av om det forelå en reell mulighet for dette. Jeg legger også til at kommunikasjonen mellom selskapene og internt i Q-Free tyder på at muligheten for videreføring av arbeidet ble vurdert – i alle fall av Q-Free - i perioden fra brevet ble mottatt 2. juni og til møtet 4 s.m. Det hører også med i denne sammenheng at Q-Free tilsynelatende hadde på plass avtale med Ascom som underleverandør når brevet fra NSB ble sendt. Jeg legger etter dette til grunn av avtalen mellom NSB og Q-Free ble terminert på møtet mellom partene 4. juni 2004.

Hvorvidt NSB hadde ensidig rett til å heve avtalen blir etter dette ikke en aktuell problemstilling, fordi NSB de facto ikke gjennomførte en slik terminering.

Som påpekt av børsen i brev av 29. september d.å. vil informasjonsplikt kunne inntreffe på et tidligere tidspunkt enn på termineringstidspunktet. Dersom avtalen mister sin økonomiske eller strategiske betydning uten at avtaleforholdet er kommet til opphør mellom partene, bl.a. sett i lys av hva selskapet tidligere har kommunisert til markedet om kontraktsverdien, må det sendes børsmelding. Slik saken om overtredelsesgebyret er lagt opp, blir spørsmålet om ovennevnte brev av 2. juni d.å. hadde slik økonomisk eller strategisk betydning at informasjonsplikt inntreffer.

Juridisk tok NSB i ovennevnte brev bare endelig stilling til tilleggsvederlaget. Den strategiske betydning av avtalen var således i behold inntil det etter relativt kort tid ble avklart om samarbeidet skulle avvikles. Den økonomiske betydning av tilleggsvederlaget må sees i sammenheng med at det dreier seg om et tilleggskrav som ikke var meddelt markedet. Bakgrunnen for kravet er noe uklar, men beløpet skal tilsynelatende dekke økte kostnader som følge av prosjektets utvikling, m.a.o. økte kostnader som ikke ville påløpe ved kontraktsbortfall fordi Q-Free da ikke ville utføre de aktuelle tjenestene. Det dreide seg således ikke om et inntektsbortfall i forhold til det kontraktsvolum som tidligere var meddelt markedet. Hvilke besparelser Q-Free ville få er ikke opplyst. Videre utløste termineringen et vederlagskrav fra NSB til Q-Free på kroner 2,016 millioner. Det er også noe uklart hvordan dette beløpet er fremkommet. Intensjonsavtalen med utvidelser har en kostnadsramme på kroner 1,6 millioner. Jeg oppfatter avtalen som at Q-Free vil ha krav på vederlag inntil denne summen for arbeid utført under intensjonsavtalen. Hvorvidt differansen mellom kroner 2,016 millioner og kroner 1,6 millioner er frivillig tilleggsbetaling, erstatning for kontraktsbrudd eller annet, fremgår ikke klart av partenes avtale om endelig oppgjør, men er heller ikke avgjørende i denne sammenheng. Q-Free har uansett en positiv kontantstrøm knyttet til prosjektet som i noen grad oppveier den negative effekt av bortfallet av tilleggsvederlaget. Etter min mening er ikke den gjenstående økonomiske effekt av bortfallet tilstrekkelig i forhold til Q-Frees samlede virksomhet og avtalens strategiske betydning, til at dette forhold i seg selv utløser informasjonsplikt. Med hensyn til omfanget av Q-Frees samlede virksomhet, viser jeg til børsstyrets vedtak av 2. september d.å.

Jeg kommer etter dette til at Q-Free har gitt rettidig informasjon og derved oppfylt informasjonsplikten ved børsmeldingen som ble sendt 4. juni 2004.

Min konklusjon medfører at spørsmålet om utmåling av sanksjon bortfaller.

Da jeg er i mindretall, utformer jeg intet vedtak.

I overensstemmelse med flertallets syn, fattet Børsklagenemnden følgende vedtak:

#### Børsklagenemndens vedtak

Børsstyrets vedtak av 2. september 2004 om å ilegge Q-Free ASA et overtredelsesgebyr for brudd på børsforskriften §§ 5-2 første ledd og 23-3, jf børsloven § 5-7 opprettholdes, med den endring at overtredelsesgebyret settes til 4 – fire – ganger årlig kursnoteringsavgift.

- - - - -

Fra børsstyrets vedtak 2. september 2004

#### Selskapets anførseler

Q-Free har ved brev av 2. august 2004 mottatt børsens varsel om ileggelse av overtredelsesgebyr. Selskapet ved advokatfirmaet Wikborg, Rein & Co ved advokat Per Anders Sæhle har i brev av 11. august 2004 rettidig og utfyllende kommentert børsens oversendelse. Kopi av brevet med bilag er vedlagt som Bilag 4 og utgjør en del av saksdokumentene.

Selskapets kommentarer og anførsler er i hovedsak gjengitt nedenfor.

Q-Free skriver i sitt svar til børsen at selskapet i ettertid erkjenner at informasjonen som ble gitt børsen i telefonsamtalen 3. juni 2004 ga børsen et mangelfullt grunnlag for å vurdere spørsmålet om informasjonsplikt.

Q-Free har i sin skriftlige redegjørelse prinsipalt anført termineringen av prosjektet med NSB ikke var informasjonspliktig ettersom disse opplysningene ikke må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer.

Begrunnelsen til selskapet er for det første at prosjektet ikke endelig var kontraktsfestet etter tildelingen i 2001. Q-Free og NSB var fortsatt i en forhandlingssituasjon om vilkårene for leveransen. For det annet ville det vært ulønnsomt rent økonomisk for selskapet å gå videre på de opprinnelige vilkårene da prosjektet i så fall ville medført økonomisk tap. For det tredje hadde prosjektet ikke lenger samme strategiske betydning for selskapet i det nåværende markedet som ved tildelingen i 2001. For det fjerde var det tydelig kommunisert til markedet at Q-Free revurderte flere prosjekter med tanke på lønnsomheten, og at dette kunne medføre at deler av ordreserven kunne bli tatt ut.

Videre har Q-Free anført at det lave volumet og den begrensede nedgangen i kursen i forhold til sluttkurs dagen i forveien viser at avslutningen av NSB-prosjektet ikke i seg selv kunne være av en slik betydning at det forelå informasjonsplikt. Selskapets aksje er relativt volatil og regelmessig gjenstand for svingninger i den størrelsesorden som fant sted 4. juni i år uten at det er fremkommet nye opplysninger eller endringer i forhold som tidligere er meddelt børsen. Etter selskapets mening er det heller ikke overraskende at børsens innføring av handelsstopp og den utstrakte omtale av aksjen på flere finansielle websider medførte en mindre reaksjon på kursen.

Subsidiært har Q-Free anført at uansett spørsmålet om avslutningen av samarbeidet med NSB var informasjonspliktig, inntrådte informasjonsplikten tidligst da prosjektet ble endelig terminert. Dette skjedde først ved Q-Frees beslutning 4. juni 2004. Begrunnelsen er at Q-Free oppfattet brevet av 2. juni 2004 fra NSB som et forhandlingsutspill knyttet til selskapets krav om tilleggsvederlag på NOK 5,1 mill. Kravet om tilleggsvederlag ble fremmet etter at prosjektet var blitt utsatt i over 2,5 år, og på et tidspunkt hvor prosjektet ikke lenger fremstod som lønnsomt eller av samme strategiske betydning som tidligere. NSB møtte kravet om tilleggsvederlag med en rekke vilkår som Q-free ikke klarte å oppfylle innen tidsfristen. Brevet fra NSB er i henhold til Q-Free spesifikt rettet mot manglende oppfyllelse av disse tilleggsvilkårene. Slik Q-Free vurderte brevet hadde selskapet fortsatt full mulighet til å gå videre med prosjektet på de opprinnelige vilkårene dersom dette var ønskelig.

#### **5.1.4 Forhøyelse av aksjekapitalen i Belships ASA i april 2004 (brev av 29.04.2004)**

Det vises til børsmelding fra Belships ASA 19. april 2004 vedrørende ovennevnte

Av børsmeldingen fremgår at kapitalforhøyelsen i selskapet fant sted ved utøvelse av ansatteopsjoner, og ble vedtatt i medhold av styrefullmakt. Det ble utstedt 33.000 aksjer, og forhøyelsen ble registrert i VPS 19. april 2004.

I henhold til børsforskriften § 5-2 annet ledd skal et utstederselskap uoppfordret og umiddelbart gi børsen melding om blant annet styrebeslutninger om kapitalforhøyelse. Det fremgår ikke av børsmeldingen av 19. april 2004 på hvilket tidspunkt styret fattet sitt vedtak. Ettersom registrering i VPS fant sted samme dag som børsmeldingen ble mottatt, legger børsen imidlertid til grunn at selskapet har brutt forpliktelsen til å sende

børsmelding umiddelbart. Meldingen tilfredsstillers dessuten ikke grunnleggende innholdsmessige krav.

Oslo Børs har etter en totalvurdering kommet frem til at saken ikke skal forfølges overfor selskapet. Børsen stiller seg imidlertid kritisk til selskapets informasjonshåndtering i saken, og anmoder om at selskapet vurderer sine rutiner slik at tilsvarende ikke gjentar seg i fremtiden. Børsen vil gjøre oppmerksom på at eventuelle senere brudd på børsforskriftens bestemmelser kan medføre strengere sanksjoner overfor selskapet.

## 5.2 UTTALELSER OM INFORMASJONSPLIKT

### 5.2.1 SAS AB - vedrørende offentliggjøring av melding fra konkurransemyndighetene 22. juni 2004 (brev av 28.09.2004)

#### 1. Generelt om Oslo Børs' meldingssystem

I Deres brev vises det til at verken børsloven eller børsforskriften hjemler informasjonsgivning fra andre enn det børsnoterte selskapet i børsens meldingssystem under selskapets ticker. De viser til børsloven (bl) § 5-7, børsforskriften (bf) § 5-2 og § 23-2 fjerde ledd som grunnlag for denne oppfatning.

Som utgangspunkt er børsen enig i at selskapsspesifikk informasjon skal legges ut i meldingssystemet av selskapet selv. Slik er også den praksis som følges ved Oslo Børs. Selskapet har også en plikt til å legge ut slik informasjon jf bf kapittel 5. I de fleste tilfelle vil det være selskapet som har best grunnlag for å informere om det aktuelle forhold da det er nærmest den informasjonen det gjelder.

Børsen er imidlertid ikke enig i at de bestemmelser De viser til må tolkes slik at børsens meldingssystem kun kan anvendes av de børsnoterte selskapene for så vidt gjelder informasjon som kan antas å påvirke kursen på selskapets aksjer. Når det gjelder børsloven § 5-7 og børsforskriften § 5-2 regulerer disse utstederens opplysningsplikt overfor børs. Det kan ikke i disse bestemmelsene innfortolkes noen enerett for utsteder til å gi meldinger under selskapets ticker i børsens meldingssystem. Børsforskriften § 23-2 regulerer hvordan utsteders melding skal offentliggjøres for at informasjonsplikten overfor markedet skal være oppfylt. At § 23-2 fjerde ledd tilsier at utsteder kan gi børsen visse opplysninger under hånden medfører ikke et forbud mot å legge ut meldinger fra andre enn selskapet under selskapets ticker slik børsen ser det.

Opprettelsen av Oslo Børs meldingssystem har sin bakgrunn i børsloven § 5-1 som sier at:

"Børsvirksomhet skal drives med tilbørlig hensyn til prinsipper om effektivitet, nøytralitet og likebehandling av aktører samt for å sikre at markedet har god gjennomsiktighet og at kursnoteringen gjenspeiler de noterte instrumentenes markedsverdi.

Børs skal ha de systemer for gjennomføring av handel, kursnoteringer, gjennomsiktighet, informasjonsgivning og markedsovervåking som er nødvendige i forhold til den måten virksomheten er organisert på." (vår understrekning)

Bakgrunnen for meldingssystemet er børsens plikt til å sørge for gjennomsiktighet og sikring av at kursen gjenspeiler riktig verdi. Noterte aksjers aktuelle verdi settes med grunnlag i den informasjon man har om selskapet og de slutninger man kan trekke om selskapets fremtid basert på den informasjonen man har. Hensikten med meldingssystemet tilsier at dette ikke er ment å være forbeholdt meldinger fra de børsnoterte selskapene.

I enkelte situasjoner oppstår det et behov for informasjon til markedet som selskapet ikke klarer å dekke raskt nok. Da konkurransemyndighetene gikk inn i Norske Skog i mai erfarte man at rykter om dette skapte stor usikkerhet i markedet. Selskapet sendte ikke ut melding om forholdet umiddelbart etter at det ble klart for selskapet. Konsekvensen var at kursen falt kraftig og enkelte investorer som kjente ryktet kunne tjene penger på det ved å selge aksjer til andre som ikke var kjent med den aktuelle informasjon. Dette er en svært uheldig konsekvens av at markedet ikke har samtidig informasjon om forhold som kan være av betydning for kursen på selskapets aksjer. Børsens oppgave er å sikre at all kursrelevant informasjon er tilgjengelig for alle aktører samtidig. Det foreligger da et behov for å avhjelpe den manglende symmetri i informasjonstilgangen i markedet. I slike situasjoner er det hensiktsmessig at børsen etter en konkret vurdering legger ut melding fra tredjemann om forholdet.

I henhold til børsens praksis legges det ut meldinger i meldingssystemet fra børsen og andre aktører etter en konkret vurdering fra børsen. Blant annet legges tilbud om oppkjøp fra tredjemann ut i meldingssystemet under selskapets ticker uten at dette er direkte regulert. På obligasjonsmarkedet nevnes blant annet at børsen jevnlig legger ut informasjon om de børsnoterte lånene fra Norsk Tillitsmann. Videre nevnes at børsen også regelmessig legger ut meldinger om anvendelse av virkemidler i kursnoteringen som suspensjon eller særlig observasjon. Etter børsens praksis legges det etter en konkret vurdering ut meldinger fra andre enn det børsnoterte selskapet hvis børsen finner informasjonen tilstrekkelig sikret og informasjonen anses å være av betydning for kursen på selskapets aksjer. Eksempler på slike meldinger i andre selskaper er melding fra Olje og energidepartementet vedrørende statens salg av Statoil-aksjer til privatpersoner den 9. juli 2004 (vedlegg 1) og melding fra Nærings- og handelsdepartementet om salg av Telenor-aksjer til privatpersoner den 31. mars 2004 (vedlegg 2). Videre vises det til at Oslo Børs den 3. august la ut melding om midlertidig strykning av Northern Offshore (vedlegg 3), samt at melding fra Joint Liquidators vedrørende midlertidig strykning ble lagt ut i meldingssystemet den 4. august 2004 (vedlegg 4).

Børsens konklusjon er at det ikke er rettslig grunnlag for å hevde at kun selskapet skal legge ut meldinger i meldingssystemet under selskapets ticker. Børsen mener det er svært viktig for å kunne hindre ulik informasjon i markedet at børsen fortsetter sin praksis med i enkelte tilfelle legge ut meldinger fra børsen og andre tredjepersoner etter en konkret vurdering.

## 2. Børsens forutgående samtaler med Konkurransetilsynet

Børsen hadde i forkant av den aktuelle sak vært i samtale med Konkurransetilsynet om håndtering av slike saker bl.a. på bakgrunn av de utslag EU-kommisjonens undersøkelse med bistand fra Konkurransetilsynet hos Norske Skog den 25. mai 2004 hadde for aksjekursen. Diskusjonen gjaldt imidlertid ikke den aktuelle melding om undersøkelser hos SAS. Da EU-kommisjonen gjorde undersøkelser i Norske Skog ble det ikke sendt melding til markedet fra verken Konkurransetilsynet eller selskapet på det tidspunkt undersøkelsene ble iverksatt. Ryktene gikk imidlertid i markedet med det resultat at kursen på kort tid falt kraftig. Børsen innførte av den grunn børs pause i Norske Skog, kl. 13:14, med den begrunnelse at børsen ville undersøke om noen deltagere i markedet hadde mer informasjon om forhold som kunne ha betydning for kursen enn andre markedsaktører hadde. Under børs pausen ble Norske Skog kontaktet og børsen fikk da bekreftet at det var iverksatt en undersøkelsessak fra EU-kommisjonen. Etter at melding fra selskapet om dette ble offentliggjort i børsens meldingssystem, ble børs pausen opphevet. Kursen falt da ytterligere (se vedlegg 5). Børs pausens varte i ca 1 time og 40 minutter.

På bakgrunn av de erfaringer børsen gjorde i denne saken og ønske om å unngå tilsvarende utslag i andre saker vurderte børsen på generelt grunnlag flere alternativer. Børsen vurderte som et alternativ å legge ut melding fra konkurransemyndighetene eller

alternativt å ta børs pause i påvente av melding fra selskapet. På generelt grunnlag mente børsen at det ville være best for markedet om aksjene kunne handles kontinuerlig. Erfaringen fra Norske Skog tilsa at det kunne ta forholdsvis lang tid før selskapet fikk utformet en melding om forholdet. Børsen mente dette ville være en bedre løsning enn å pause aksjen for en periode med de negative konsekvenser det ville hatt for investorene. Børsen hadde derfor en forståelse med Konkurransetilsynet om at disse skulle kontakte børsen og oversende melding dersom lignende undersøkelser skulle gjøres i andre børsnoterte selskaper. Børsen var ikke på forhånd informert om den aktuelle bevissikringen som skulle foretas hos SAS.

### 3. Håndteringen av den aktuelle melding

Den 22. juli 2004 fikk Oslo Børs kl 09:44 telefonisk beskjed fra Konkurransetilsynet om at bevissikring var iverksatt hos SAS Braathens. Telefonsamtalen ble avsluttet 09:50. Det ble i denne telefonsamtalen opplyst til børsen at Konkurransetilsynet hadde informert selskapet om at melding ville bli sendt fra Konkurransetilsynet til børsen slik at markedet kunne få symmetrisk informasjon før børsen åpnet handelen i aksjen ca kl. 10:00. Ca kl 09:51 mottok Oslo Børs en e-post fra konkurransemyndighetene, vedlagt meldingen. Da markedet åpner kl 10:00 var det sentralt at meldingen ble lagt ut før det tidspunkt. Oslo Børs la ut den aktuelle melding fra Konkurransetilsynet kl 09:59:26 (vedlegg 6). Den aktuelle melding hadde ikke vært gjenstand for diskusjon med Konkurransetilsynet før telefonsamtalen om morgenen den 22. juli. Børsen hadde derfor svært kort tid til rådighet for å beslutte hvorledes meldingen skulle håndteres.

Riktigheten av informasjonen var det etter børsens oppfatning ingen tvil om. Børsen la til grunn at selskapet var informert og at selskapet kunne ta initiativ overfor børsen dersom de hadde synspunkter på Konkurransetilsynets utsendelse av melding. Selskapet kunne også selv sende en kort melding om forholdet. På grunn av det tidspres som oppstod ved at børsen kun hadde ca 10 minutter mellom mottak av melding og markedets åpning, var det ikke tid til en diskusjon med selskapet om hvordan de ønsket informasjonen offentliggjort. Børsen ville alternativt pauset aksjen i påvente av melding fra selskapet, hvilket man mente ville være uheldig for markedet.

Selskapet ble kontaktet av Oslo Børs etter at meldingen var lagt ut i meldingssystemet. For oversiktens skyld nevnes det at selskapets børs melding i sakens anledning ble distribuert i børsens meldingssystem kl. 11:33:50. Konkurransetilsynet la ut likelydende presse melding på sin egen hjemmeside umiddelbart etter utleggelse av melding i børsens meldingssystem.

I ettertid har det vist seg at melding om bevissikring hos SAS ikke hadde særlig kursutslag for selskapets aksjer. Når det gjelder vurderingen av hvilken informasjon som skal gis markedet skal det gjøres en teoretisk vurdering av om informasjonen kan antas å ha betydning for kursen. Børsen antok på bakgrunn av erfaringene fra Norske Skog at så var tilfelle. Børsen viser også til at den omstendighet at alle aktører fikk samtidig informasjon kan ha bidratt til å forhindre kursutslag som følge av at aktørene i markedet handlet på ulik informasjon.

### 4. Meldingens utforming

Den aktuelle børs melding er utformet i henhold til den praksis som tidligere er fulgt fra børsen ved utleggelse av meldinger fra andre enn selskapet selv (se vedlegg 1-4). Det fremgår av meldingen at "Konkurransetilsynet gjennomfører i dag 22. juni, en bevissikring hos SAS Braathens..." Som kontaktpersoner er oppført kommunikasjonsdirektør og avdelingsdirektør (forutsetningsvis i Konkurransetilsynet men ikke uttrykkelig).

I ettertid ser børsen at det kunne fremkommet klarere at meldingens avsender var Konkurransetilsynet. Dette kunne f. eks vært gjort ved at overskriften sa "Melding (evt

pressemelding) fra Konkurransetilsynet...". Man kan også for fremtiden tenke seg at det etableres en egen kategori i børsens meldingssystem for meldinger fra andre enn selskapet slik at det ikke oppstår tvil om avsender.

Børsen er enig i at det er uheldig at det ikke fremgår klart at meldingen er sendt av Konkurransetilsynet og beklager dette. Børsen vil endre praksis på dette punkt og vil sørge for at det av fremtidige meldinger fremgår klart hvem som er avsender.

#### 5. Fritar opplysninger fra andre selskapet fra opplysningsplikt?

De har i brevet stilt ovennevnte spørsmål. Svaret på det må være ja. Når informasjonen har gått ut gjennom meldingssystemet er den offentliggjort og allment kjent. Når informasjonen er allment kjent har ikke selskapet opplysningsplikt for den aktuelle informasjon. Noe annet er at selskapet kan ha presiserende opplysninger som i seg selv er informasjonspliktige etter børsforskriften.

#### 6. Forholdet til primærnoteringsbørsen

De har bedt børsen vurdere hvorvidt børsens offentliggjøring av den aktuelle melding er i overensstemmelse med SAS' sekundærnoteringsavtale hvorefter børsen skal "take into consideration the legislation, regulations and listing particulars applicable to the Company at its primary exchange in respect of the Companys fulfillment of its obligations as a secondary listed company at Oslo Børs ASA.

Oslo Børs kontaktet umiddelbart etter at meldingen fra Konkurransetilsynet var lagt ut på SAS' ticker i meldingssystemet, Stockholmsbørsen og Københavnsbørsen og orienterte dem om saken. Børsen informerte om at det ikke var grepet inn med virkemidler, da melding fra Konkurransetilsynet var lagt ut i meldingssystemet.

Etter de opplysninger børsen hadde fra Konkurransetilsynet var bevissikringen iverksatt før kl 10 og selskapet var informert om at Konkurransetilsynet ville sende melding til Oslo Børs. Selskapet burde også selv av den grunn vurdert om andre tiltak var nødvendige i forhold til primærnoteringsbørsen. Videre la Konkurransetilsynet kort tid etter utleggelse av børsmeldingen en pressemelding om forholdet på Konkurransetilsynets hjemmeside.

Tatt i betraktning den korte tid børsen hadde tilgjengelig fra melding kom til børsåpning var det i praksis ikke tid til å diskutere samkjøring med Stockholmsbørsen. Stockholmsbørsen har heller ikke noe meldingssystem slik Oslo Børs har, og all informasjon om de noterte selskapene skal der sendes ut som pressemeldinger. Børsen mener derfor at den valgte fremgangsmåte hvorefter Stockholmsbørsen ble informert umiddelbart etter utleggelse av melding hos oss, var det beste alternativ i situasjonen.

#### 7. Oppsummering og konklusjon

Børsen konkluderer med at meldingen er lagt ut i meldingssystemet i henhold til gjeldende regler og praksis fra andre saker. At andre fremgangsmåter kunne vært valgt, og foretrukket av selskapet endrer ikke dette. SAS' innspill er imidlertid tatt til etterretning i vurderingen av børsens praksis. På bakgrunn at SAS' innspill vil børsen ved fremtidige meldinger fra tredjepersoner sørge for at meldingens avsender fremgår tydelig, slik at det ikke oppstår tvil om meldingens avsender.

Vi antar at dette på tilfredsstillende måte besvarer Deres henvendelse på vegne av SAS. Børsen er naturligvis rede til å diskutere ytterligere hvilken praksis som best vil tjene markedskvaliteten og tar gjerne saken opp til ny vurdering dersom det kommer nye momenter i saken. Dersom det skulle være ytterligere kommentarer eller spørsmål kan disse rettes til undertegnede.



## 5.3 OVERGANG TIL INTERNASJONALE REGNSKAPSSTANDARDE IAS – IFRS

### 5.3.1 Tilleggskrav for selskaper som ikke er omfattet av IFRS-forordningen (høringsbrev av 19.11.2004)

#### Innledning

Forordning EF nr 1606/2002 om anvendelse av internasjonale regnskapsstandarder (IFRS-forordningen) krever bruk av IFRS ved utarbeidelsen av konsernregnskap for noterte selskaper hjemmehørende i EU/EØS fra 2005. For å sikre ensartet og sammenlignbar finansiell rapportering i det norske markedet vurderer Oslo Børs å innføre krav til finansiell rapportering basert på IFRS også for de utstedere som ikke er omfattet av IFRS-forordningen.

Oslo Børs anmoder mottagere av dette brev til å gå igjennom de tilleggskrav som vurderes innført og vurdere om disse er hensiktsmessige. Kommentarer og synspunkter kan sendes innen den 15.01.2005 til Oslo Børs ved:

- Lars Jacob Braarud  
e-mail: ljb@oslobors.no  
faks: +47 22 34 19 26
- Linn Cathrin Slettedal  
e-mail: lcs@oslobors.no  
faks: + 47 22 34 19 26

Kommentarer og synspunkter kan også sendes til ovennevnte personer per post:

Oslo Børs ASA  
Att: Braarud / Slettedal  
Pb 460 Sentrum  
0105 Oslo  
Norway

#### Tilleggskrav som vurderes innført

Etter børsens oppfatning er det ønskelig at markedsaktørene må forholde seg til færrest mulig sett av regnskapsregler når de skal vurdere finansiell informasjon fra de noterte selskapene. Økt grad av harmonisering av utstedernes finansielle informasjon bidrar til å sikre en høyere grad av innsyn og sammenlignbarhet mellom utstedernes regnskaper, og dermed en rasjonell virkemåte for markedet. Harmonisering basert på anerkjente prinsipper bidrar også til en rasjonell og effektiv virkemåte for kapitalmarkedet, der beskyttelse av investorer og opprettholdelse av tillit til finansmarkedene er viktige aspekter.

IFRS-forordningens gjennomføring i forhold til utstedere ved Oslo Børs medfører at det uten tilleggskrav vil rapporteres finansiell informasjon basert på flere regnskapsspråk, hvorav IFRS blir dominerende. IFRS-forordningen omfatter konsernregnskapene for utstedere hjemmehørende i EU/EØS. Utstedere som ikke avlegger konsernregnskaper og utstedere som ikke er hjemmehørende i EU/EØS er således ikke omfattet direkte av forordningen.

Rapportering med bakgrunn i IFRS har et betydelig mer omfattende noteverk og opplysningskrav enn det som er vanlig praksis etter gjeldene norske regnskapsregler, samt andre vesentlige forskjeller i forhold til de prinsipper som benyttes ved børsen i dag. Fravær av tilleggskrav medfører rapportering etter flere standardsett og bidrar i mindre grad til ensartethet og sammenlignbarhet for den finansielle rapporteringen.

Børsen vurderer å innføre krav til finansiell rapportering basert på IFRS for norske utstedere av børsnoterte aksjer og grunnfondsbevis som ikke utarbeider konsernregnskap. Det er et ikke ubetydelig antall norske selskaper notert ved Oslo Børs som ikke utarbeider konsernregnskap. Slik IFRS-forordningen antagelig blir gjennomført i Norge vil det for de fleste norske utstedere være en adgang til å benytte IFRS i selskapsregnskapet. Dersom det innføres tilleggskrav til å benytte IFRS i den finansielle rapporteringen for norske utstedere som ikke utarbeider konsernregnskap vil det medføre en tilleggsbyrde ved overgangen fra norsk god regnskapsskikk til IFRS. I det videre vil dette tilleggskravet ikke medføre en tilsvarende byrde ettersom IFRS regnskapet vil kunne benyttes som norsk regnskap. For selskaper som eventuelt ikke får anledning til å benytte IFRS i selskapsregnskapet, eller får en forsinket adgang til dette, vil et tilleggskrav allikevel medføre en vedvarende ekstra byrde. Et eventuelt tilleggskrav vurderes innført fra 01.01.2006, eventuelt fra 01.01.2007.

Børsen vurderer videre å innføre krav til finansiell rapportering basert på IFRS for øvrige utstedere av aksjer hjemmehørende i EU/EØS som ikke utarbeider konsernregnskap. Gjennomføringen av IFRS-forordningen i øvrige EU/EØS land er ikke lik. For enkelte selskaper vil det være en adgang til å benytte IFRS i selskapsregnskapet, mens det for andre ikke vil være det. Eventuelle tilleggskrav til å benytte IFRS i den finansielle rapporteringen for disse utstedere vil medføre en tilleggsbyrde ved overgangen fra benyttet god regnskapsskikk til IFRS. I det videre vil dette tilleggskravet kunne medføre en ekstra byrde dersom IFRS regnskapet ikke vil kunne benyttes som lokalt regnskap. Et eventuelt slikt tilleggskrav vurderes innført fra 01.01.2006, eventuelt fra 01.01.2007.

Oslo Børs har et betydelig antall utstedere som ikke er hjemmehørende i EU/EØS. Disse selskapene rapporterer finansiell informasjon etter flere forskjellige prinsipper, eksempelvis benyttes US-GAAP, Hong-Kong-GAAP, og Canadisk-GAAP. I forbindelse med de kommende EU-direktiver og tilhørende reguleringer vil det kunne skje endringer som kan ha betydning for spørsmålet om å innføre tilleggskrav til tredjelandselskaper for å sikre ensartet finansiell rapportering. Dersom tredjelandselskaper ikke blir avkrevet IFRS rapportering, eller at aktuelle andre regnskapsprinsipper ikke blir anerkjent som ekvivalente med IFRS, vil børsen vurdere å ta opp spørsmålet om eventuelle tilleggskrav også for disse utstederne.

### **5.3.2 Anbefaling for tilleggsinformasjon vedrørende overgang til IAS/IFRS (børssirkulære nr. 1/2004)**

### **5.3.3 Oppfølging av anbefaling for tilleggsinformasjon vedr. overgang til IAS/IFRS (børssirkulære nr. 6/2004)**

### **5.3.4 2005 Overgangen til IAS/IFRS (børssirkulære 1/2005)**

## **5.4 PERIODISK RAPPORTERING - FRISTER**

### **5.4.1 Petroleum Geo-Services ASA – Dispensasjon fra frister for regnskapsrapportering (Børsklagenemndens sak 1/2004 av 31.03.2004)**

Avgjørelse av 31. mars 2004 av klage fra Petroleum Geo-Services ASA (PGS, selskapet, klager) over børsens vedtak 24. februar 2004 om å nekte dispensasjon fra børsforskriften av 17. januar 1994 nr. 30 §§ 6-2 første og annet ledd, 6-3 og 6-4 første ledd, jf. § 6-6.

#### Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Børsen fattet den 24. februar 2004 vedtak med slik konklusjon:

"Oslo Børs avslår søknad om utsettelse av fristen for vedtakelse og offentliggjøring delårsrapport for fjerde kvartal og foreløpig årsregnskap for 2003 fra 29. februar til 16. mars 2004, jf bf § 6-6, jf 6-2 annet ledd og § 6-3.

Videre avslår Oslo Børs søknaden om utsettelse av fristen for vedtakelse og offentliggjøring av endelig årsregnskap for 2003 fra 31. mars til 2. juni 2004. jf bf § 6-6, jf § 6-2 første ledd og § 6-4 første ledd.

Vedtaket kan klages inn for børsklagenemnda jf børsforskriften kap 26. Klagefristen er to uker."

Arntzen de Besche, ved Ståle Gjengset, har på vegne av PGS påklaget børsens vedtak i brev av 5. mars 2004.

Børsen har i brev av 15. mars 2004 til Børsklagenemnden opplyst at den ikke har funnet grunn til å omgjøre sitt vedtak av 24. februar 2004. Saken ble derfor i samme brev oversendt nemnden for behandling jf. børsforskriften § 26-3 første ledd og forvaltningsloven § 33.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 31. mars 2004. Ved behandlingen og avgjørelsen deltok Bjørg Ven (leder), Vibecke Groth, John Giverholt, Trygve Bergsåker og Bernt S. Zakariassen.

#### Kort om selskapet, søknaden og vedtaket

Petroleum Geo-Service ASA (PGS) har vært notert på Oslo Børs siden 26. august 1992. Selskapet har tidligere vært notert på børs også i USA og foretar sin daglige og primære regnskapsrapportering i henhold US GAAP. Dette innebærer blant annet at selskapet i sin kommunikasjon med markedet anvender US GAAP.

I brev av 17. februar 2004, med utfyllende merknader i brev av 20. februar s.å., søkte selskapet om unntak fra en rekke av børsforskriftens bestemmelser om regnskapsrapportering og offentliggjøring av regnskapsinformasjon.

Det ble søkt om unntak fra børsforskriftens § 6-2 første og annet ledd hvoretter:

"Forslag til årsregnskap skal vedtas av selskapets styre innen tre måneder etter regnskapsårets utgang.

Delårsrapporter, herunder foreløpig årsregnskap, skal vedtas av selskapets styre innen to måneder etter periodens utløp."

I søknaden ble det bedt om utsettelse mht. vedtagelse av delårsrapport og foreløpig årsregnskap frem til 16. mars 2004. Fristen for vedtagelse av forslag til årsregnskap ble søkt utsatt til 2. juni 2004.

Videre ble det søkt om unntak fra børsforskriften § 6-3 og § 6-4 første ledd om plikt til å offentliggjøre delårsrapporter og årsregnskap. Børsforskriften § 6-3 lyder:

"Delårsrapporter, herunder foreløpig årsregnskap, skal sendes børsen straks de er vedtatt av styret. Børsen skal offentliggjøre delårsrapporter etter reglene i § 23-2."

Av § 6-4 første ledd følger at:

"Styrets forslag til årsregnskap og årsberetning skal sendes børsen. Børsen skal offentliggjøre melding om at dokumentene er mottatt og hvor de er tilgjengelige."

Fristen for innsendelse ble søkt utsatt til tidspunkt for vedtagelse av henholdsvis delårsrapport og forslag til årsregnskap 16. mars og 2. juni 2004, jf. ovenfor.

At børsen kan gi dispensasjon fra nevnte bestemmelser følger av børsforskriftens § 6-6 som fastsetter at:

"Børsen kan gjøre unntak fra §§ 6-1 til 6-5 dersom særlige forhold tilsier det."

I søknaden og brevet av 20. februar 2004 er det vist til at selskapet i 2003 var i en svært vanskelig finansiell situasjon. På denne bakgrunn inngikk selskapet i juni 2003 en avtale med sine største kreditorer. Denne avtalen medførte at selskapet ble underlagt Chapter 11 i den amerikanske konkurslovgivningen (the US Bankruptcy Code), som oppstiller krav om finansiell restrukturering av selskapet. Dette innebærer blant annet en rekke krav til fornyet vurdering av selskapets balanse i US GAAP.

I tillegg til det arbeid som må utføres som følge av (Chapter 11- prosessen) har selskapet i søknaden vist til arbeid som pågår som følge av at selskapets årsregnskap i US GAAP for 2002 ikke er ferdig revidert. Det er også vist til at selskapets årsregnskap i US GAAP for 2001 må revideres på nytt, blant annet som følge av salg av datterselskap i januar 2003. Ytterligere er det vist til at selskapets revisor, i forbindelse med arbeidet med den fornyede revisjonen av 2001-regnskapet og arbeidet med 2002 regnskapet, har utstedt en "material weakness letter" knyttet til disse regnskapene.

De nevnte prosessene medfører et betydelig arbeid for selskapet og selskapets revisorer. Dette forsterkes ytterligere av at selskapets revisor for årsregnskapet for 2000 ble erstattet av en annen revisor fra og med årsregnskapet for 2001, og at sistnevnte revisor var Arthur Andersen & Co som nå er avviklet i USA.

Selskapet viser til at de pågående prosesser har tatt lenger tid enn forventet og at arbeidet fortsatt ikke er ferdigstilt.

At selskapet som nevnt ovenfor har basert sin rapportering til Oslo Børs i første rekke på regnskapet i US GAAP, fremheves som et argument for at de ovenfornevnte prosesser er relevant for rapporteringen til Oslo Børs. Samtidig presiseres det at de pågående prosesser også kan komme til å få direkte betydning for rapporteringen i henhold til norske regnskapsregler.

I vedtak av 24. februar 2004 besluttet Oslo Børs å nekte dispensasjon fra bestemmelsene i børsforskriften §§ 6-2 første og annet ledd, 6-3 og 6-4 første ledd.

Det fremgår av vedtaket at spørsmål knyttet til søknaden og spørsmål knyttet til "Chapter 11-prosessen" i USA, i tillegg til nevnte brev, har vært drøftet i møter og telefonsamtaler mellom selskapet og Oslo Børs. Ingen av partene har imidlertid vist spesielt til disse samtalene som grunnlag for sine anførsler og Børsklagenemnden ser derfor ikke grunn til å gå nærmere inn på disse i sin behandling av saken.

#### Børsens vedtak

Oslo Børs har i sitt vedtak vist til at hyppig offentliggjøring av finansiell informasjon fra de børsnoterte selskapene er svært viktig for et effektivt og velfungerende verdipapirmarked. Børsen kan ikke se at et selskap i en krevende refinansieringsprosess skal ha lempeligere krav til regnskapsrapportering enn andre selskaper. Tvert imot anser børsen at dette er en situasjon hvor investorene og markedet har stort behov for rettidig informasjon.

Børsen har videre uttalt følgende om adgangen til å dispensere fra kravene om vedtagelse og offentliggjøring av regnskapsopplysninger i børsforskriftens kapittel 6, og praksis i relasjon til denne bestemmelsen:

"Med mindre helt særegne forhold tilsier det, er kravet om vedtakelse og offentliggjøring av finansiell informasjon iht bf kapittel 6 en ufravikelig plikt. Børsen har meget begrenset praksis for å fravike disse tidsfrister, jf dispensasjonshjemmelen i bf § 6-6. Det foreligger imidlertid en del praksis for avslag på slike søknader. Grunnet viktigheten av den informasjon som skal vedtas av selskapets styre iht bf § 6-2, har børsen hatt en svært restriktiv holdning til søknader i slike saker.

I Børsklagenemndas sak 1/1999 søkte Noral ASA om utsettelse av fristen i bf § 6-2 første ledd da styret i forbindelse med forberedelsen av fremleggelse av forslag til årsregnskap i et styremøte i mars 1999 hadde konstatert at det forelå en del feil i regnskapstall som medførte behov for ny gjennomgang av enkelte forhold. Slik gjennomgang kunne ikke gjøres innen utløpet av mars. Søknaden ble avslått av Oslo Børs og Børsklagenemnden sluttet seg til børsens vedtak. Børsklagenemnden viste til at behovet for dispensasjon var foranlediget av selskapets manglende kontroll og rutiner.

Børsklagenemnden sluttet seg også til børsens avslag på fristutsettelse overfor Synnøve Finden ASA i sak nr 1/2001. Synnøve Finden ASA søkte om fristutsettelse etter bf § 6-2 annet ledd, da selskapet ventet et vedtak fra Landbruksdepartementet som ville få stor betydning for den finansielle informasjonen fra selskapet. Selskapet mente at så lenge saken ikke var avgjort av Landbruksdepartementet, ville vedtakelse av regnskapet gi et feilaktig og skadelig bilde for selskapet. Børsklagenemnden la til grunn at det ikke var noe i veien for å gi markedet den aktuelle finansielle informasjon med en redegjørelse for det spesielle forhold som ville kunne få betydning for det endelige regnskapet.

Børsen vurderte og avsto i februar 2002 søknad fra PGS om utsettelse delårsrapport for fjerde kvartal i 2001, jf bf § 6-2 annet ledd. Selskapet søkte om utsatt frist som følge av at det på den ordinære generalforsamlingen avholdt 19. juni 2001 ble vedtatt å skifte revisor fra PricewaterhouseCoopers DA til Arthur Andersen & Co. Videre ble det i søknaden vist til at arbeidet var blitt komplisert som følge av uforutsette vanskeligheter i forbindelse med justeringer i tidligere års regnskap, kombinert med pågående fusjonsprosess mellom PGS og Veritas. I forbindelse med børsstyrets sanksjonering av den etterfølgende forsinkede rapporteringen, la børsstyret til grunn at det må forutsettes at et børsnotert selskap innretter seg etter de tidsfrister som gjelder for finansiell rapportering, slik at det iverksetter tiltak som sikrer markedet best mulig informasjon til riktig tid."

Børsen drøfter først selskapets søknad om utsettelse av fristen for vedtagelse og offentliggjøring av forslag til delårsrapport og foreløpig årsregnskap fra 29. februar 2004 til 16. mars 2004. Når det gjelder den delen av begrunnelsen for søknaden som knytter seg til "Chapter 11-prosessen" i USA skriver børsen blant annet følgende:

"Selskapet har i sin søknad redegjort for at det har satt alle nødvendige ressurser, både internt og eksternt, inn på å greie å overholde børsforskriftens frist den 29. februar 2004. I følge selskapet vil likevel ikke være mulig å overholde denne fristen. Basert på selskapets fremstilling av "Chapter 11" – prosessen, synes denne å stille krav til fornyede verddivurderinger etter USGaap i forbindelse med "fresh start" - accounting, slik at eiendeler og gjeld skal vurderes til virkelig verdi ("fair market value") på tidspunktet for når selskapet avsluttet "Chapter 11" - prosessen. Den 23. januar 2004 offentliggjorde selskapet foreløpige "fresh start" – tall, dog på et meget aggregert nivå. Børsen vil i denne forbindelse vise til at den

fornyede verdivurderingen gjøres for USGaap-formål, selv om selskapet i sin søknad viser at en slik fornyet verdivurdering vil kunne få virkning for NGaap-tallene. Også under NGaap vil selskapet måtte foreta verdsettelsesvurderinger og vurdere behovet for nedskrivning, selv om det vil være forskjeller i forhold til fremgangsmåte og kriterier under USGaap og den prosessen selskapet har vært igjennom. Selskapet har tidligere avlagt regnskap iht NGaap uten at USGaap-tallene har vært ferdigstilt, jf nedenfor. Basert på selskapets opplysninger i søknaden, er det børsens forståelse av selskapet også for første kvartal 2004 samt endelig årsregnskap for 2003 vil avlegge tall iht NGaap før USGaap-tall er ferdigstilt. Selv om børsen har forståelse for at en "Chapter 11" - prosess må sies å være en ekstraordinær ressurskrevende situasjon for selskapet, og at det ikke kan sees bort fra at "fresh start" – tallene vil kunne få betydning for NGaap-tallene, vises det imidlertid til at prosessen ble avsluttet allerede den 5. november 2003. Dette innebærer at det er en periode på ca fire måneder mellom tidspunktet for avslutning av prosessen, og frist for vedtakelse og offentliggjøring av delårsrapport for fjerde kvartal og foreløpig årsregnskap, jf bf § 6-2 annet ledd."

Når det gjelder de øvrige forhold som er påberopt av selskapet som grunnlag for søknaden om utsettelse av fristen for vedtagelse av delårsrapport og foreløpig årsregnskap, skriver børsen videre:

"En rekke av de øvrige forhold som i følge selskapets søknad medfører at prosessen med utarbeidelse av selskapets finansielle informasjon er sterkt forsinket, skyldes imidlertid forhold som strekker seg lenger tilbake i tid, og som i mindre grad kan sies å være direkte knyttet til "Chapter 11" – prosessen. Dette inkluderer krav om fornyet revisjon ("re-audit") av tall for 2001, blant annet som følge av salg av datterselskapet Atlantis i januar 2003 (muntlig opplyst av selskapet pr telefon den 20. februar 2004). Ordinær revisjon av selskapets USGaap-regnskap for 2002 er heller ikke ferdigstilt pt. Selskapets revisor, Ernst & Young, har som følge av den fornyede revisjonen av 2001-regnskapet og ordinær revisjon av 2002-regnskapet, avdekket vesentlige svakheter som innebærer at revisor har utstedt et såkalt "material weakness letter". I henhold til selskapets børsmelding av 28. november 2003 påpekes følgende svakheter av revisor:

- (1) insufficient documentation of or adherence to policies and procedures;
- (2) inadequate U.S. GAAP expertise in the Company;
- (3) insufficient support for accounting books and records; and
- (4) insufficient supervision and review control activities.

De påpekte svakheter har etter børsens forståelse medført at fornyet revisjon av 2001-regnskapet og ordinær revisjon av 2002-regnskapet ennå ikke er ferdigstilt, noe som innebærer at selskapet pt ikke har "filet" amerikansk årsrapport (20-F) for 2002.

Kravet om fornyet revisjon av 2001-tallene, blant annet som følge av salg av datterselskapet Atlantis i januar 2003, har vært kjent for selskapet i over ett år pr dd. Videre har det faktum at selskapet skiftet revisor etter 2001 som følge av at Arthur Andersen opphørte å eksistere, medført at en "re-audit" etter selskapets opplysninger er langt mer ressurskrevende enn om selskapet hadde benyttet dagens revisor også i 2001. Videre må selskapet, i forbindelse med revisors manglende avleggelse av revisjonsberetning for 2002-regnskapet iht USGaap, i en lang periode ha kjent til at prosessen med ferdigstilling av USGaap-tallene for 2002 var sterkt forsinket, og at en ferdigstilling ville kreve innsats i form av menneskelige ressurser både fra selskapets administrasjon så vel som fra selskapets revisor. I henhold til revisors "material weakness letter" synes det som om selskapet over en lang periode ikke har hatt tilfredsstillende rutiner og internkontroll i forbindelse med rapportering av finansiell informasjon. Det er selvfølgelig beklagelig for selskapet at disse svakhetene nå medfører at også tall

for fjerde kvartal, herunder foreløpig årsregnskap, for 2004 blir forsinket, men dette er forhold som ikke kan tillegges vekt ved børsens vurdering av hvorvidt det kan gis en dispensasjon for fremleggelse av finansiell informasjon innenfor gjeldende frister. Børsen legger derfor til grunn at behovet for utsettelse av fremleggelse av den finansielle informasjonen i hovedsak skyldes svikt i selskapets egne rutiner, og dermed har vært er innenfor selskapets kontroll."

Basert på ovenstående anser ikke børsen at den aktuelle situasjonen i særlig grad avviker fra de situasjoner hvor børsen tidligere har avslått søknad om fristutsettelse, jf § 6-6, jf § 6-2 annet ledd. Børsen finner derfor ikke å kunne innvilge fristutsettelse for rapportering av delårsrapport for fjerde kvartal og foreløpig årsrapport for 2004, jf bf § 6-2 annet ledd.

Når det gjelder selskapets søknad om utsettelse av fristen for vedtagelse og offentliggjøring av forslag til årsregnskap skriver børsen følgende:

"Selskapet begrunner i første rekke dette behovet med den pågående "re-audit" av USGaap-tallene for 2001, jf ovenfor. Børsen finner å måtte avslå også denne søknaden etter samme begrunnelse som angitt ovenfor."

Børsforskriften § 6-6 fastsetter at "(b)ørsen kan gjøre unntak fra §§ 6-1 til 6-5 dersom særlige forhold tilsier det". Det fremgår ikke eksplisitt av børsens vedtak av 24. februar 2004 hvorvidt børsen legger til grunn at det ikke foreligger "særlige forhold", slik at børsen har hjemmel til å gjøre unntak, eller om særlige forhold etter børsens vurdering foreligger men børsen anser at det ikke bør gjøres unntak. I sitt vedtak av 15. mars 2004 om ikke å omgjøre vedtaket av 24. februar s.å. skriver børsen blant annet følgende i denne forbindelse:

" b. Feil i rettsanvendelsen/ skjønnsutøvelsen

I henhold til bf § 6-6 kan dispensasjon fra kravene om finansiell rapportering i kapittel 6 i børsforskriften gis dersom "særlige forhold tilsier det". I vurderingen av hvorvidt det foreligger særlige forhold som tilsier at dispensasjon skal gis ligger det et sterkt moment av skjønnsutøvelse fra børsens side.

Selskapet kommenterer at børsen på s. 2 har uttalt at plikten til å avgi finansiell informasjon innenfor de i forskriften angitte frister er ufravikelig med mindre "helt særegne forhold" tilsier annet. Selskapet viser til at § 6-6 benytter begrepet "særlige forhold tilsier det". Børsen vil vise til at børsen ikke har gitt uttrykket "helt særegne forhold" i Vedtaket ett annet meningsinnhold enn forskriftens uttrykk "særlige forhold". Børsen kunne like gjerne ha benyttet forskriftens ordrette uttrykk, og tar til etterretning at det valgte uttrykk var egnet til å skape forvirring omkring lovanvendelsen.

Børsen har i denne saken vurdert de faktiske forhold rundt selskapets konkrete situasjon slik det er beskrevet i Vedtaket. Basert på tidligere praksis og børsens forståelse av de faktiske forhold foreligger det ikke i denne saken "særlige forhold" som begrunner dispensasjon fra fristene i børsforskriften kapittel 6."

(...)

"Selskapet viser i Klagen på s. 5 til at det er vanskelig å forestille seg hvilke omstendigheter som eventuelt skulle kvalifisere til dispensasjon, hvis ikke de aktuelle omstendigheter gjør det. Børsen har ikke tatt stilling til hvilke omstendigheter som kan kvalifisere til dispensasjon. Børsen vil vurdere dispensasjonsspørsmålet på konkret grunnlag fra sak til sak, og med bakgrunn i de avgjørelser om avslag som foreligger. Børsen viser til at det i denne

sammenheng ikke er relevant om man kan forestille seg konkrete situasjoner som kvalifiserer eller ikke.

#### c. Feil i skjønnsutøvelsen

Selskapet har vist til at børsen har utvist feil i skjønnsutøvelsen når børsen ikke har funnet at det bør gis dispensasjon i den aktuelle situasjon. Børsen viser til at vurderingen av hvorvidt det foreligger særlige forhold og om disse bør medføre at det gis dispensasjon er sterkt knyttet sammen. Børsens skjønn ligger jo nettopp i å vurdere om de aktuelle omstendigheter gjør at selskapet bør gis dispensasjon. Det er børsens vurdering at de aktuelle omstendighetene kan ledes tilbake til forhold innenfor selskapets kontroll, og i tråd med tidligere praksis mener børsen da at det ikke bør gis dispensasjon i dette tilfellet. Børsen mener det skjønn som er utøvd er korrekt og i tråd med tidligere praksis."

#### Klagen

I klagen er det vist til søknaden av 17. februar 2004 med utfyllende merknader i brev av 20. februar s.å.

Ifølge klager fremgår det ikke av vedtaket om avslaget er basert på manglende oppfyllelse av vilkåret om "særlige forhold" i børsforskriften § 6-6, eller på at Oslo Børs, etter en skjønnsmessig vurdering, har funnet at det ikke bør innvilges dispensasjon selv om det foreligger "særlige forhold". Dersom det første er tilfelle anføres at vedtaket bygger på feil rettsanvendelse. Dersom vedtaket er basert på at det ikke bør innvilges dispensasjon selv om dette vilkåret er oppfylt, anføres at Oslo Børs har vært for streng i sin skjønnsutøvelse.

Etter selskapets vurdering er vilkåret i børsforskriften § 6-6 om at det må foreligge "særlige forhold", oppfylt. Det vises i denne forbindelse til søknaden og de utfyllende opplysningene i brevet av 20. februar 2004.

Etter selskapets vurdering tar Oslo Børs feil når den legger til grunn at "behovet for utsettelse av fremleggelse av den finansielle informasjon i hovedsak skyldes svikt i selskapets egne rutiner, og dermed har vært [og] er innenfor selskapets kontroll". Selskapet uttaler i denne forbindelse:

"The Company strongly objects to this statement.

Admittedly, a part of the work load of the Company is undertaken to correct internal matters in the Company as pointed out in the Oslo Børs Letter. It is however, almost impossible to foresee a situation where a company's previous acts and omissions would not have any impact on a potential need for an exemption. However, such internal matters are not the main reason for the application, but only forms a part of the vast auditing and accounting work load the Company is undertaking.

We would in respect of the fourth quarter 2003 and preliminary annual accounts for 2003 like to reiterate what was highlighted in the Additional Letter namely that it is important to recognise that the Company has its day to day accounting under US GAAP. When the US GAAP accounting is concluded these numbers needs to be converted into Norwegian GAAP. Consequently, no reporting of Norwegian GAAP numbers is possible before the Company has finalized its US GAAP numbers pursuant to fresh start accounting.

The main reasons for PGS ASA's need for extended time for the above mentioned filing are i) the direct impact from its Chapter 11 restructuring, namely the new accounting and auditing requirements deriving from the fresh start accounting,



and ii) the fact that the Company for several years has had its day to day accounting and primary reporting under US GAAP. The Company can not disregard or change these facts, and need to comply with all requirements deriving there from, and not only the requirements pursuant to the Stock Exchange Regulations. Consequently, the Company needs to align its obligations under various rules under various jurisdictions also in the aftermath of its restructuring, and the need for additional time for filing of Norwegian GAAP numbers is a part of this process.

We once again also want to mention that the need for fresh start accounting, and the work necessary to complete this task, would never have occurred if it wasn't for the unprecedented structure and process that was necessary to be utilized to facilitate a financial rescue of the Company.

With respect to the disclosure required at March 31, 2003, we would, in addition to what is set out in the Letter and the Additional Letter, emphasise that the Company at this point will have released its preliminary accounts for 2003 on March 16, 2003. Consequently, all available major aspects of the financial status of PGS ASA will at that point be disclosed to the market."

Selskapet skriver videre at Oslo Børs tar feil når det i vedtaket uttales at "(s)elskapet har tidligere avlagt regnskap iht. N GAAP uten at US GAAP tallene har vært ferdigstilt".

Etter selskapets vurdering er vilkåret i børsforskriften § 6-6 oppfylt. Det vises i denne forbindelse til at bestemmelsen stiller krav om "særlige forhold", ikke "helt særegne forhold", slik Oslo Børs har skrevet i vedtaket av 24. februar 2004. Videre anføres det at søknaden i den foreliggende sak, etter klagers vurdering, er basert på andre, mer utpregede og uvanlige forhold enn de tidligere saker fra børsstyrets og Børsklagenemndens praksis som Oslo Børs har vist til i sitt vedtak. Dersom ikke vilkåret om "særlige forhold" anses oppfylt i den foreliggende sak har klager vanskelig for å se at det noen gang vil kunne anses oppfylt.

#### Børsklagenemndens vurdering

Saken gjelder klage over avslag på dispensasjonssøknad. Det er søkt om dispensasjon fra fristbestemmelsene i børsforskriften § 6-2 første og annet ledd for vedtakelse av henholdsvis delårsrapport for fjerde kvartal, foreløpig årsregnskap, samt årsregnskap for 2003. Videre er det søkt om dispensasjon fra fristene for offentliggjøring av nevnte dokumenter som følger av §§ 6-3 og 6-4 første ledd.

Spørsmålet i saken er om det foreligger særlige grunner for å gi dispensasjon fra børsforskriftens generelle informasjonskrav.

Børsklagenemnden har i to tidligere saker, 1/1999 og 1/2001 uttalt at dispensasjonsadgangen etter børsforskriften § 6-6 bør praktiseres strengt. Informasjon til børsen om selskapenes økonomiske situasjon og drift er viktig, og tungtveiende hensyn tilsier hyppig og rettidig informasjon. Dispensasjon har derfor vært nektet der hvor det er svikt i selskapets egne rutiner og kontroll som har ført til forsinkelse med å ferdigstille rapporter/regnskaper.

Børsen har lagt til grunn at behovet for utsettelse av fremleggelsen av den finansielle informasjonen i PGS' tilfelle i hovedsak skyldes svikt i selskapets egne rutiner, og konkluderer med at dispensasjon derfor ikke gis.

PGS fremhever imidlertid at slike interne forhold ikke er hovedårsaken. Årsaken til forsinkelsen hevdes først og fremst å være restruktureringen som følger av "Chapter 11" behandlingen og kravet til "fresh start accounting", samt krav om "re-audit" som følge av salg av virksomhet i 2003. Det vises dessuten til at den løpende økonomirapportering i selskapet i flere år har skjedd i henhold til USGaap, og at det derfor krever ekstra tid å

omforme rapporteringen i henhold til NGAap etter at de nevnte prosesser i relasjon til amerikanske krav er på plass. Dette er en direkte følge av den finansielle redningsaksjon som det var nødvendig å iverksette for å berge selskapet.

Det at selskapet kom i en økonomisk situasjon som gjorde det nødvendig å søke beskyttelse under "Chapter 11" i USA for å få til en restrukturering og refinansiering, er etter Børsklagenemndens oppfatning en noe annen situasjon enn den type interne forhold som i tidligere saker har gjort at søknad om dispensasjon har vært avslått. Saken er også spesiell ved det at restruktureringen, refinansieringen og "Chapter 11"-beskyttelsen representerer en diskontinuitet i selskapet både regnskapsmessig og på andre måter. Slik atskiller denne saken seg fra tidligere saker som har vært til behandling i relasjon til dispensasjonsbestemmelsen.

Når det gjelder frist for vedtagelse og offentliggjøring av 4. kvartals-rapport finner Børsklagenemnden å kunne legge til grunn at de amerikanske kravene til selskapets regnskap i tilknytning til en "Chapter 11"-prosess, herunder kravet til "fresh start accounting", i dette tilfellet er svært tyngende og tidkrevende, og at dette må sies å representere "særlige forhold" i børsforskriften § 6-6's forstand. Nemnden legger til grunn at disse forhold har vært utslagsgivende for forsinkelsen og søknaden om fristutsettelse.

Børsen legger vekt på at "Chapter 11"-prosessen ble avsluttet allerede den 5. november 2003. Imidlertid er det fra dette tidspunkt at alt arbeidet som må gjøres i kjølvannet av prosessen, starter opp. Blant annet stilles det i praksis krav om ekstern verdivurdering av alle selskapets eiendeler. Børsklagenemnden har forståelse for at dette arbeidet er omfattende og tidkrevende. Etter en avveining av den beskrevne arbeidsbyrden og forsinkelsens lengde er Børsklagenemnden av den oppfatning at dispensasjon bør gis på bakgrunn av de spesielle omstendigheter som her foreligger.

Når det så gjelder søknaden om å få utsettelse med styrets vedtakelse av forslag til årsregnskap legger Børsklagenemnden til grunn at behovet for utsettelse i vesentlig grad skyldes kravet om "re-audit" for regnskap i 2001 som følge av salg av virksomhet i 2003. Denne "re-auditen" ble vanskeliggjort på grunn av at selskapets revisor for 2001, Arthur Andersen, i mellomtiden har opphørt å eksistere. Børsklagenemnden mener at også dette må anses som "særlige forhold" etter børsforskriften § 6-6. På bakgrunn av at det foreløpige årsregnskapet for 2003 ble vedtatt og offentliggjort den 16. mars 2004 finner nemnden at det også bør kunne gis dispensasjon fra fristen for fremleggelse av årsregnskap i børsforskriften § 6-4 første ledd.

Avgjørelsen er enstemmig.

#### Vedtak

Petroleum Geo-Services ASA gis utsettelse med fristen for vedtakelse og offentliggjøring av delårsrapport for fjerde kvartal og foreløpig årsregnskap for 2003 fra 29. februar til 16. mars 2004, jf bf § 6-6, jf 6-2 annet ledd og § 6-3.

Videre gis selskapet utsettelse med fristen for vedtakelse og offentliggjøring av endelig årsregnskap for 2003 fra 31. mars til 2. juni 2004. jf bf § 6-6, jf § 6-2 første ledd og § 6-4 første ledd.

#### **5.4.2 Petroleum Geo-Services ASA – søknad om ytterligere forlengelse av børsforskriftens frister (Børsklagenemndens sak 2/2004 av 07.07.2004)**

Avgjørelse av 7.juli 2004 av klage fra Petroleum Geo-Services ASA (PGS, selskapet, klager) over børsens vedtak 7. juni 2004 om å nekte dispensasjon fra børsforskriften av 17. januar 1994 nr. 30 §§ 6-2 første ledd og 6-4 første ledd, jf. § 6-6.

## Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Børsen fattet den 7. juni 2004 vedtak med slik konklusjon:

"Børsen avslår selskapets søknad om ny utsettelse av fristen til å offentliggjøre årsregnskaper for 2003 fra 2. juni til 16. juni 2004. Selskapet bes forholde seg lojalt til den gjeldende frist for innlevering av nevnte regnskap.

Vedtaket kan klages inn for Børsklagenemnden jf børsforskriften kap 26. Klagefristen er to uker."

Arntzen de Besche, ved Ståle Gjengset, har på vegne av PGS påklaget børsens vedtak i brev av 18. juni 2004.

Børsen har i brev av 23. juni 2004 til Børsklagenemnden opplyst at den ikke har funnet grunn til å omgjøre sitt vedtak av 7. juni 2004. Saken ble derfor i samme brev oversendt nemnden for behandling jf. børsforskriften § 26-3 første ledd og forvaltningsloven § 33.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 7. juli 2004. Ved behandlingen og avgjørelsen deltok Bjørg Ven (leder), Vibecke Groth, John Giverholt, Bernt S. Zakariassen og Hugo Matre.

### Kort om selskapet, søknaden og vedtaket

Petroleum Geo-Service ASA (PGS) har vært notert på Oslo Børs siden 26. august 1992. Selskapet har tidligere vært notert på børs også i USA og foretar sin daglige og primære regnskapsrapportering i henhold US GAAP. Dette innebærer blant annet at selskapet i sin kommunikasjon med markedet anvender US GAAP.

I februar 2004 søkte selskapet om unntak fra børsforskriftens bestemmelser om frist for avleggelse og offentliggjøring av delårsregnskap og årsregnskap. Børsen avsto søknaden i vedtak av 24. februar 2004. Etter at selskapet hadde påklaget denne avgjørelsen fattet Børsklagenemnden 31. mars 2004 følgende vedtak.

"Petroleum Geo-Services ASA gis utsettelse med fristen for vedtakelse og offentliggjøring av delårsrapport for fjerde kvartal og foreløpig årsregnskap for 2003 fra 29. februar til 16. mars 2004, jf bf § 6-6, jf 6-2 annet ledd og § 6-3.

Videre gis selskapet utsettelse med fristen for vedtakelse og offentliggjøring av endelig årsregnskap for 2003 fra 31. mars til 2. juni 2004. jf bf § 6-6, jf § 6-2 første ledd og § 6-4 første ledd."

I begrunnelsen for vedtaket var det vist til at det forelå særlige grunner for å gi dispensasjon fra børsforskriftens generelle informasjonskrav. At det må foreligge særlige grunner for å gi slik dispensasjon følger av børsforskriften § 6-6- som lyder som følger:

"Børsen kan gjøre unntak fra §§ 6-1 til 6-5 dersom særlige forhold tilsier det."

Børsklagenemnden skriver følgende i sin vurdering av om dette vilkåret er oppfylt:

"Børsklagenemnden har i to tidligere saker, 1/1999 og 1/2001 uttalt at dispensasjonsadgangen etter børsforskriften § 6-6 bør praktiseres strengt. Informasjon til børsen om selskapenes økonomiske situasjon og drift er viktig, og tungtveiende hensyn tilsier hyppig og rettidig informasjon. Dispensasjon har derfor vært nektet der hvor det er svikt i selskapets egne rutiner og kontroll som har ført til forsinkelse med å ferdigstille rapporter/regnskaper.

Børsen har lagt til grunn at behovet for utsettelse av fremleggelsen av den finansielle informasjonen i PGS' tilfelle i hovedsak skyldes svikt i selskapets egne rutiner, og konkluderer med at dispensasjon derfor ikke gis.

PGS fremhever imidlertid at slike interne forhold ikke er hovedårsaken. Årsaken til forsinkelsen hevdes først og fremst å være restruktureringen som følger av "Chapter 11" behandlingen og kravet til "fresh start accounting", samt krav om "re-audit" som følge av salg av virksomhet i 2003. Det vises dessuten til at den løpende økonomirapportering i selskapet i flere år har skjedd i henhold til USGaap, og at det derfor krever ekstra tid å omforme rapporteringen i henhold til NGAap etter at de nevnte prosesser i relasjon til amerikanske krav er på plass. Dette er en direkte følge av den finansielle redningsaksjon som det var nødvendig å iverksette for å berge selskapet.

Det at selskapet kom i en økonomisk situasjon som gjorde det nødvendig å søke beskyttelse under "Chapter 11" i USA for å få til en restrukturering og refinansiering, er etter Børsklagenemndens oppfatning en noe annen situasjon enn den type interne forhold som i tidligere saker har gjort at søknad om dispensasjon har vært avslått. Saken er også spesiell ved det at restruktureringen, refinansieringen og "Chapter 11"- beskyttelsen representerer en diskontinuitet i selskapet både regnskapsmessig og på andre måter. Slik atskiller denne saken seg fra tidligere saker som har vært til behandling i relasjon til dispensasjonsbestemmelsen.

Når det gjelder frist for vedtagelse og offentliggjøring av 4. kvartals-rapport finner Børsklagenemnden å kunne legge til grunn at de amerikanske kravene til selskapets regnskap i tilknytning til en "Chapter 11"-prosess, herunder kravet til "fresh start accounting", i dette tilfellet er svært tyngende og tidkrevende, og at dette må sies å representere "særlige forhold" i børsforskriften § 6-6's forstand. Nemnden legger til grunn at disse forhold har vært utslagsgivende for forsinkelsen og søknaden om fristutsettelse.

Børsen legger vekt på at "Chapter 11"-prosessen ble avsluttet allerede den 5. november 2003. Imidlertid er det fra dette tidspunkt at alt arbeidet som må gjøres i kjølvannet av prosessen, starter opp. Blant annet stilles det i praksis krav om ekstern verdivurdering av alle selskapets eiendeler. Børsklagenemnden har forståelse for at dette arbeidet er omfattende og tidkrevende. Etter en avveining av den beskrevne arbeidsbyrden og forsinkelsens lengde er Børsklagenemnden av den oppfatning at dispensasjon bør gis på bakgrunn av de spesielle omstendigheter som her foreligger.

Når det så gjelder søknaden om å få utsettelse med styrets vedtakelse av forslag til årsregnskap legger Børsklagenemnden til grunn at behovet for utsettelse i vesentlig grad skyldes kravet om "re-audit" for regnskap i 2001 som følge av salg av virksomhet i 2003. Denne "re-auditen" ble vanskeliggjort på grunn av at selskapets revisor for 2001, Arthur Andersen, i mellomtiden har opphørt å eksistere. Børsklagenemnden mener at også dette må anses som "særlige forhold" etter børsforskriften § 6-6. På bakgrunn av at det foreløpige årsregnskapet for 2003 ble vedtatt og offentliggjort den 16. mars 2004 finner nemnden at det også bør kunne gis dispensasjon fra fristen for fremleggelse av årsregnskap i børsforskriften § 6-4 første ledd."

PGS hadde etter dette frist for vedtagelse og offentliggjøring av delårsregnskap og årsregnskap til henholdsvis 16. mars og 2. juni 2004. Delårsregnskapet ble avgitt innen utløpet av den nye fristen. I brev av 27. mai 2004 søkte imidlertid selskapet om en ytterligere utsettelse av fristen for å vedta og offentliggjøre årsregnskapet til 16. juni 2004. I søknaden er det vist til at:

"Grunnlaget for denne søknaden om ytterligere fristutsettelse er for alle praktiske formål identiske med det som ble redegjort for i selskapets søknad datert 17. og 20. februar 2004 og i ovennevnte klage, datert den 5. mars 2004.

Dessverre har det tatt lengre tid enn forutsatt å gjennomføre de påkrevde gjennomganger av selskapets regnskaper m.v., hvilket nødvendiggjør denne søknad om forlenget frist til 16. juni 2004. Selskapet har i perioden mellom søknaden og dags dato satt inn alle tilgjengelige ressurser, så vel internt som eksternt, for å overholde fristen den 2. juni 2004.

På tross av dette har det ikke latt seg gjøre å overholde den av selskapet omsøkte frist. Denne prosessen har imidlertid brakt selskapet, dets ledelse, styre og revisor i en posisjon hvor man i dag mener å kunne godkjenne regnskapet den 16. juni 2004, og det er berammet styremøte for behandling av årsregnskapet på dette tidspunkt."

I vedtak av 7. juni 2004 besluttet Oslo Børs å nekte dispensasjon fra bestemmelsene i børsforskriften §§ 6-2 første ledd og 6-4 første ledd. Klager påklaget børsens vedtak i brev av 18. juni 2004 og børsen fattet nytt vedtak i saken 23. juni 2004. Det er i sistnevnte vedtak vist til at PGS 16. juni 2004 vedtok og offentliggjorde årsregnskapet og at saken derfor ikke lenger har betydning for selskapets årsregnskap. Samtidig vises det til at saken har betydning for om utsettelsen var lovlig og har prinsipiell betydning for senere saker. Ytterligere er det vist til at Børsklagenemnden tidligere har behandlet klagesaker etter at den omsøkte fristutsettelsen er utløpt og den finansielle informasjonen offentliggjort, jf sak 1/1999 (Noral) og 1/2001 (Synnøve Finden ASA).

#### Børsens vedtak

Børsen uttaler innledningsvis i vedtaket av 7. juni 2004 at den i tråd med Børsklagenemndas vedtak i sak 1/2004 legger til grunn at de der angitte faktiske forhold er slike "særlige forhold" som begrunner dispensasjon iht bf § 6-6. Børsen er også enig i at det arbeid som pågår i selskapet utspringer av disse forholdene.

Etter børsens oppfatning står imidlertid disse "særlige forhold" i en annen stilling ved den vurdering som må gjøres av hvorvidt det nå foreligger "særlige forhold" jf bf § 6-6 som tilsier ny fristutsettelse. Børsen mener at en sentral forskjell i vurderingen er at hovedårsaken til behovet for ny fristutsettelse må sies å være selskapets feilvurdering av tidsbehovet. Børsen skriver videre i denne forbindelse:

"På tidspunktet for den første søknaden var arbeidet kommet så vidt langt etter det selskapet opplyste at børsen legger til grunn at selskapet burde vært i stand til å gjøre en vurdering av hvor lang fristforlengelse som var nødvendig. Børsen må kunne forutsette at selskapet selv la inn et vist slingringsmonn dersom arbeidsmengden var noe usikker. Selskapet mener at de krav som stilles til selskapets vurdering av tidsbehov og planlegging av arbeide ikke kan være like strenge i en situasjon hvor det foreligger særlige grunner, som i tilfelle hvor man planlegger avleggelse av alminnelige regnskaper uten slike omstendigheter. Børsen viser til at selskapet nok formulerte seg som om tidspunktet var estimert. Når man søker om utsettelse av frist må det imidlertid settes en ny dato. Børsen og Børsklagenemnda forholdt seg dermed til 2. juni som ny frist for offentliggjøring av årsregnskap for 2003. Børsen kan ikke se at det er av betydning at selskapet formulerte seg som om 2. juni var estimert frist, all den tid vedtaket fra Børsklagenemnden satt dette tidspunkt som en absolutt frist i sitt vedtak.

Selskapet har opplyst at det ikke kan påpekes bestemte forhold som er oppstått i den mellomliggende periode frem til ny søknad om utsettelse som selskapet ikke kjente til ved den første søknaden. Begrunnelsen for det ytterligere tidsbehovet er

da en generell feilvurdering av tidsbehovet. Det må da i tråd med tidligere praksis legges til grunn at et børsnotert selskap må være i stand til å legge opp en prosess som medfører at regnskapsrapporteringsfristene overholdes. Dette selv om det dukker opp omstendigheter som var uforutsette ved planleggingen av arbeidet, jf bl.a. Børsklagenemndas sak 1/1999 (Noral ASA)."

Børsen mener således at hovedbegrunnelsen for behovet for ny fristutsettelse for regnskapsrapportering ligger i selskapets mangelfulle planlegging av det arbeidet som skulle gjøres i relasjon til den s.k. "Chapter 11 – prosessen", "re-auditen" m.v. I henhold til foreliggende praksis er dette etter børsens vurdering forhold som må anses å være innenfor selskapets kontroll og som dermed ikke begrunner utsettelse av børsforskriftens frister for regnskapsrapportering. Det vises videre til at vurderingen, i den aktuelle situasjonen, i større grad enn vanlig, lå innenfor selskapets kontroll. Dette fordi PGS i den første søknaden om fristutsettelse hadde mulighet til å be om tilstrekkelig lang frist, tatt usikkerhet i relasjon til arbeidsomfang i betraktning.

Slik børsen ser det vil det bryte skarpt med den meget strenge praksis som ligger til grunn i Børsklagendemndens og børsens praksis, dersom børsen gir ny fristutsettelse pga forhold som klart er innenfor selskapets kontroll. Det vises til avgjørelsene i sak 1/1999 (Noral ASA) og sak 1/2001 (Synnøve Finden ASA). En slik avgjørelse vil ifølge børsen medføre at den i fremtiden må vurdere søknader om fristutsettelse iht. børsforskriftens kapittel 6 langt lempeligere enn foreliggende praksis tilsier.

I vedtaket av 23. juni skriver børsen videre at det ikke kan være slik at dersom det først legges til grunn at det forelå særlige forhold, skal disse uten henblikk på den konkrete situasjonen legges til grunn for ytterligere utsettelser. Det vises til at det kan oppstå situasjoner hvor et selskap ber om 2 måneders utsettelse, hvor børsen/nemnda mener selskapet skal få 1 måneds utsettelse. Den oppfatning som flagges av PGS skulle da tilsi at de særlige forhold som foreligger ved utløpet av fristen satt av børsen / nemnden, begrunner en ny utsettelse uavhengig av den konkrete situasjonen. En slik løsning ville ifølge børsen reise spørsmål om hvor lang forlengelse et selskap på denne måten totalt sett kan kreve. Dersom "særlige forhold" på et tidspunkt er vurdert å foreligge skulle det etter PGS oppfatning tilsi at selskapet kan forlenge fristen tilnærmet uendelig, så lenge arbeidet er relatert til de samme forholdene. Dette vil etter børsens vurdering skape en helt uholdbar situasjon med henblikk på regnskapsrapporteringen, som er av de børsnoterte selskapers viktigste plikter.

Selskapets anførsel om at Børsklagenemnden trolig ville ha innvilget frist til 16. juni dersom det var søkt om dette, kommenterer børsen på følgende måte i vedtaket av 7. juni 2004:

"Børsen ser ikke bort fra at selskapet kan ha rett i sine antakelser, men finner det vanskelig å spekulere i dette. Børsen mener imidlertid at dette forhold er irrelevant i den aktuelle sak. Børsen viser i den forbindelse generelt til at fristutsettelsens lengde er et moment i vurderingen av hvorvidt fristutsettelse skal gis. Hvor lang frist det søkes om og de vurderinger som ligger til grunn for denne er forhold som helt og holdent ligger innenfor selskapets kontroll. Generelt vil det være større sannsynlighet for å få en kortere fristutsettelse enn en lengre fristutsettelse. Dersom det skal være slik at et selskap når "særlige forhold" foreligger kan henvisne til de samme faktiske forhold for forlengelser, risikerer man at søknaden gir en stram frist, for å øke sannsynligheten for fristutsettelse. Selskapene vil deretter kunne stå friere til ytterligere forlengelser dersom de ikke greier å bli ferdige innen den opprinnelige fristen. Dette vil kunne medføre en svært uheldig praksis i relasjon til regnskapsrapportering og man får da et problem med å sette en endelig grense for hvor store forsinkelser som kan aksepteres utover den frist som ble akseptert ved første vurdering."

Klagen

Klager skriver i sitt brev av 18. juni 2004 at slik selskapet forstår børsen kunne det vært gitt fristutsettelse til 16. juni dersom det var søkt om dette i første omgang. Ettersom det er de samme "særlig forhold" som ligger til grunn for den foreliggende søknaden som den første søknaden, har selskapet vanskelig for å forstå børsens vurdering av at det er den generelle feilvurderingen av tidsbehovet som er årsaken til behovet for ytterligere fristutsettelse.

Det avgjørende må etter klagers vurdering være, ikke om det foreligger en "generelle feilvurdering av tidsbehovet", men om det foreligger et særlig forhold som kan begrunne dispensasjon etter børsforskriften § 6-6. Dersom utsettelse til 16. juni kunne vært gitt da Børsklagenemnden traff sitt vedtak 31. mars 2004, vil slik utsettelse også kunne gis nå.

Klager skriver videre:

"Oslo Børs' vurderinger synes å bygge på en opprettholdelse av standpunktet om at PGS' behov for utsettelse av børsforskriftens frist for offentliggjøring av årsregnskapet "i hovedsak skyldes svikt i selskapets egne rutiner, og dermed har vært innenfor selskapets kontroll".

Vi er av den oppfatning at dette ikke er riktig. Det forelå ingen rutiner, verken hos Selskapet, revisor eller andre, for å håndtere den særlige situasjon selskapet var i med hensyn til de prosesser som skulle gjennomføres. Relevante rutiner og prosesser måtte etableres løpende gjennom prosessen. Det vises til det som er sagt om dette i tidligere korrespondanse i saken. Prosessene har imidlertid stadig brakt Selskapet nærmere ferdigstilling av regnskapet, og satte Selskapets styre i stand til å vedta regnskapet 16. juni d.å.

Børsen har etter vårt syn ikke lagt tilstrekkelig vekt på den særegne situasjonen PGS er i og Børsklagenemndens vedtak. Børsens henvisninger til tidligere praksis og mulig endringer i praksis tilsier også at børsens avgjørelse bygger på en "normal" betraktning, og i noen grad kan være influert av at den mener at PGS allerede har fått "for lang" utsettelse."

Klager stiller seg uforstående til børsens henvisning til tidligere praksis. Det vises til at de avgjørelser det henvises til gjelder forhold som børsen og Børsklagenemnden har lagt til grunn at ligger klart innenfor selskapets kontroll og som derfor ikke tilsier en dispensasjon etter børsforskriften § 6-6. I PGS' tilfelle har Børsklagenemnden hatt en annen vurdering. Klager har derfor vanskelig for å se at den nevnte praksis er relevant i dette tilfellet. Det er etter selskapets mening ikke grunnlag for å mene at en utsettelse til 16. juni 2004 vil medføre at børsen i fremtiden må vurdere søknader om fristutsettelse iht børsforskriften kapittel 6 "langt lempeligere enn foreliggende praksis tilsier". De særlige forhold som foreligger i PGS' situasjon er ikke sammenlignbare med forhold i søknader som tidligere er behandlet av Oslo Børs.

#### Børsklagenemndens vurdering

Børsklagenemnden er enig i Oslo Børs' vurdering og avslag av den nye dispensasjonssøknaden fra PGS.

Etter klage fikk PGS i Børsklagenemndens vedtak 31. mars utsettelse med fristen for vedtakelse og offentliggjøring av endelig årsregnskap til 2. juni. På bakgrunn av at foreløpig årsregnskap var offentliggjort 16. mars 2004, var dette en relativt lang fristutsettelse for det endelige årsregnskap, men Børsklagenemnden fant i dette tilfelle ikke grunn til å sette til side selskapets egen vurdering av hvilket tidsbehov det hadde for å ferdigstille endelig regnskap.

Den nye frist som ble gitt etter dispensasjon, må anses likestilt med børsforskriftens øvrige frister. Når det er bedt om fristutsettelse til en viss dato, må det ligge innenfor selskapets risiko å kunne overholde den nye fristen. Ytterligere fristutsettelse kan bare gis dersom det inntreffer nye "særlige forhold", som ikke kunne tas i betraktning ved vurderingen av tidsbehovet da den første søknaden om fristutsettelse ble sendt, og som fører til at det blir umulig å overholde den omsøkte frist. Dette må følge av børsforskriften § 6-6.

Selskapet har gitt uttrykk for at det ikke har inntrådt nye særlige forhold, men henviser til at de særlige forhold som forelå da den forrige søknaden ble sendt, har vist seg å bli mer tidkrevende enn forutsatt. Vurderingen av tidsbehovet ligger helt og holdent innenfor selskapets egen kontroll. I tråd med den strenge praksis rundt børsforskriftens fristbestemmelser foreligger da ikke slike "særlige forhold" som § 6-6 krever.

#### Vedtak:

Oslo Børs' vedtak av 7. juni 2004 om avslag på søknad om ny fristutsettelse fra Petroleum Geo-Services ASA stadfestes.

### **5.4.3 Petroleum Geo-Services ASA – overtredelsesgebyr for brudd på børsforskriften §§ 6-2 første ledd, jfr. § 6-6 angående plikt til å vedta forslaget til årsregnskap innen fastsatt frist (børsstyresak av 27.10.2004)**

#### 1. Innledning

Saken gjelder overtredelse av børsforskriftens bestemmelser om at styret skal vedta forslag til årsregnskap innen fastsatt frist. Normal frist etter børsforskriften § 6-2 er 3 måneder etter regnskapsårets utgang. Børsen kan imidlertid med hjemmel i børsforskriften § 6-6 dispensere fra denne fristen dersom særlige forhold tilsier det, noe som var tilfelle i denne saken.

PGS hadde frist til 2. juni 2004 med å vedta forslag til årsregnskap for 2003. Regnskapet ble imidlertid ikke vedtatt før 16. juni 2004. Årsregnskapet ble således vedtatt av styret i PGS 14 dager for sent.

#### 2. Kort om selskapet

PGS er et teknisk fokusert oljeservice-selskap som i hovedsak driver innenfor to virksomhetsområder, geofysiske tjenester (seismikk) og produksjonstjenester (olje og gass). Selskapet erfarte i 2003 en svært anstrengt økonomisk situasjon, og gjennomførte en refinansiering i medhold av US Bankruptcy Act, chapter 11. Denne prosessen ble avsluttet 5. november 2003.

#### 3. Sakens bakgrunn

PGS søkte ved brev fra Arntzen de Besche, datert 17. februar 2004, om forlengelse av fristen for vedtakelse av delårsrapport for fjerde kvartal 2003 og foreløpig årsregnskap for 2003, jf børsforskriften § 6-2 annet ledd, jfr. § 6-6, til 16. mars 2004. Videre søkte selskapet om forlengelse av fristen for styrets vedtakelse av forslag til årsregnskap, jfr. børsforskriften § 6-2 første ledd, jfr. § 6-6, til 2. juni 2004. Endelig søkte selskapet om fritak fra plikten til å offentliggjøre ovennevnte finansielle informasjon, jfr. børsforskriften §§ 6-3 og 6-4 første ledd, inntil slik informasjon er vedtatt av selskapets styre.

Børsen avsto selskapets søknad på alle punkter. Selskapet klaget vedtaket inn for Børsklagenemden. Børsklagenemden gjorde om børsens vedtak, og innvilget selskapets søknad. De nye fristene ble satt til de frister selskapet selv hadde søkt om (sak 1/2004).



Selskapet overholdt de nye fristene for vedtak og offentliggjøring av delårsrapport for 4. kvartal og foreløpig årsregnskap. PGS søkte ved brev av 27. mai 2004 om ny fristutsettelse for offentliggjøring av endelig årsregnskap for 2003 fra 2. juni 2004 til 16. juni 2004, jfr. børsforskriften § 6-6.

Børsen avsto søknaden siden selskapet ga utrykk for at det ikke hadde inntrådt nye særlige forhold i saken. Det ble i stedet henvist til de særlige forhold som forelå da den forrige søknaden ble sendt, med argument om at prosessen hadde vist seg å bli mer tidkrevende enn forutsatt. Selskapet ble anmodet om å forholde seg til den gjeldende frist for vedtak og offentliggjøring av nevnte regnskap. Selskapet klaget også denne avgjørelsen inn for Børsklagenemden, men fikk ikke medhold i sin klage (sak 2/2004). De frister som ble gitt i vedtak nr 1/2004 var i henhold til Børsklagenemden å anse som likestilt med børsforskriftens øvrige frister.

Selskapet overholdt ikke fristen for vedtakelse av forslag til årsregnskap som ble satt av Børsklagenemden i vedtak nr 1/2004 og opprettholdt i vedtak 2/2004.

Den 16. juni 2004 opplyste selskapet i børsmelding at styret hadde vedtatt forslaget til årsregnskap for 2003. Tall fra resultatoppstillingen fremkom i meldingen. Det fremkom også at regnskapet ville bli sendt til aksjonærene den 23. juni 2004, samt at det var forskjeller mellom foreløpig og endelig årsregnskap. Videre ble det opplyst at selskapets revisor hadde avgitt avvikende revisjonsberetning.

Vedlagt som Bilag 1 er kopi av børsmeldingen selskapet sendte 16. juni 2004 hvor forskjellene mellom foreløpig og endelig årsregnskap fremkommer, samt revisors merknader.

Den 23. juni 2004 mottok børsen selskapets årsregnskap for 2003.

#### 4. Selskapets anførsler

Selskapet har ved brev av 8. oktober 2004 mottatt børsens varsel om illeggelse av overtredelsesgebyr. Selskapet har i brev av 15. oktober 2004 rettidig kommentert børsens oversendelse. Kopi av brevet er vedlagt som Bilag 2 og utgjør en del av saksdokumentene.

Selskapets kommentarer og anførsler er i hovedsak gjengitt nedenfor.

PGS bekrefter at børsens beskrivelse i den foreløpige styreinnstillingen er korrekt i alle vesentlige henseender.

Selskapet har anført at fristoverskridelsen må ses på bakgrunn av at det allerede var gitt en utsettelse på 72 dager, og det således forelå "Særlige forhold", jfr. børsforskriften § 6-6. Etter selskapets mening fremstår overskridelsen som mer beskjeden enn i de tilfeller hvor det er den absolutte lovbestemte frist som overskrides.

Markedet var etter PGS' mening for øvrig kjent med at selskapet var i en ekstraordinær situasjon og hadde derfor ikke samme grunnlag for å anta at det var mulig å overholde den fastsatte frist. Selskapet hadde også kommunisert til markedet de problemer det hadde med å overholde fristen, slik at markedet til enhver tid hadde best mulig informasjon.

Uavhengig av ovennevnte fremstår endringene i forslaget til årsregnskap som relativt beskjedne i forhold til det som fremkom i delårsrapporten for 4. kvartal.

Avslutningsvis bemerker selskapet blant annet at selv om det er skjedd en overskridelse av den fastsatte frist, bør de helt særegne forhold som her gjør seg gjeldende for PGS

trekke i retning av at overskridelsen av den fastsatte frist anses mer unnskyldelig enn overskridelse av lovbestemte frister. Ved valg av reaksjonsmåte bør dette tillegges vekt.

#### 5. Rettslig utgangspunkt

Børsforskriften § 6-2 første ledd lyder:

*"Forslag til årsregnskap skal vedtas av selskapets styre innen tre måneder etter regnskapsårets utgang".*

Børsen er gitt hjemmel til å dispensere fra 3 måneders fristen *"dersom særlige forhold tilsier det"*, jfr. børsforskriften § 6-6.

Det følger av børsforskriften § 25-5 at børsstyret ved brudd på bestemmelser i børsforskriften, kan vedta å ilegge utsteder et overtredelsesgebyr på inntil 10 ganger årlig kursnoteringsavgift.

#### 6. Børsens vurderinger

PGS skulle etter hovedregelen i børsforskriften § 6-2 første ledd ha vedtatt forslag til årsregnskap for 2003 innen 1. april 2004. Etter søknad fra selskapet fastsatte Børsklagenemden ny frist for vedtagelse til 2. juni 2004.

Heller ikke innenfor den nye fristen klarte PGS å vedta forslag til årsregnskap for 2003. Noen ytterligere fristforlengelse ble ikke gitt. Først den 16. juni 2004 ble forslag til årsregnskap for 2003 vedtatt av styret i PGS. Selskapet har således oversittet vedtagelsesfristen med 14 dager.

#### 7. Sanksjonsspørsmålet

Etter børsforskriften § 25-5, jf børsloven § 5-12, kan børsstyret vedta å ilegge utstedere av børsnoterte finansielle instrumenter et overtredelsesgebyr på maksimalt 10 ganger kursnoteringsavgiften.

Etter forskriftsendring i 1999, der delårsrapportering for fjerde kvartal ble innført, har den selvstendige betydningen av den informasjon som gis i forslaget til årsregnskap fått en noe mer begrenset betydning. Årsregnskapet fungerer likevel som bekreftende eller korrigerende for tidligere kommunisert finansiell informasjon. Tidsriktig rapportering er derfor av betydning, og forsinkelser vil kunne medføre unødvendig usikkerhet i markedet. Børsen har i perioden også hatt en løpende oppfølging av fristen for vedtagelse av forslag til årsregnskap, noe denne saken viser. I tidligere saker der børsen har konstatert overtredelser av børsforskriftens frist, er det gitt administrativ kritikk i brev form. Disse sakene gjelder kortere fristoverskridelser hvor det ikke har vært avvik mellom tallene rapportert i fjerde kvartal og tallene i foreløpig årsregnskap. Børsen har påpekt dette som et forhold av betydning for vurderingen av sakene.

Fristoverskridelsen i den angjeldende sak er 14 dager. Markedet har i denne perioden manglet lovbestemt informasjon fra selskapet og ikke fått bekreftelse på selskapets finansielle stilling. I dette tilfellet innholdt den forsinkede informasjonen til en viss grad ny og mer kvantifisert informasjon i forhold til det selskapet tidligere hadde kommunisert til markedet, og ble ledsaget av en avvikende revisjonsberetning. Børsen kan derfor ikke se bort i fra at forslaget til årsregnskap har vært av betydning for enkelte markedsaktører på det angjeldende tidspunkt. Børsen er etter dette av den oppfatning at forholdet er av mer alvorlig karakter enn tidligere saker slik at det bør reageres med et mindre overtredelsesgebyr.

Børsen kan ikke se at det i formildende retning bør legges vekt på at det var en utsatt frist som ble oversittet. Det vises i den sammenheng til Børsklagenemndens uttalelse om at de utsatte fristene var å anse som likestilt med børsforskriftens øvrige frister.

Ut fra en helhetsvurdering finner Oslo Børs at overtredelsesgebyret passende bør settes til NOK 100.000.

## 8. Vedtak

Børsstyret fattet følgende vedtak:

Børsstyret vedtok å ilegge Petroleum Geo-Services ASA overtredelsesgebyr stort NOK 100.000, jf børsloven § 5-12 og børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften §§ 6-2 første ledd, jfr. 6-6.

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden. Klagefrist er 2 – to - uker.

## 5.5 TAUSHETSPLIKT

### 5.5.1 Smedvig ASA – brudd på børsforskriftens §§ 5-1 første ledd, jfr. 23-2 (børsstyresak av 27.10.2004)

#### 1 Innledning

Saken gjelder overtredelse av børsforskriften § 5-1 første ledd som blant annet bestemmer at børsnoterte selskaper skal sørge for at ingen uvedkommende får tilgang til selskapets delårsrapporter før de er offentliggjort gjennom børsens meldingssystem.

I forkant av SMEs fremlegging av resultatet for 2. kvartal 2004, klarte opptil 8 forskjellige aktører gjennom selskapets nettsider å tilegne seg informasjon fra selskapets delårsrapport. Som følge av dette ble blant annet SMEs resultatoppstilling lagt ut på TDN Finans ca. 4 minutter før tallene ble offentliggjort gjennom børsens meldingssystem.

#### 2 Kort om Selskapet

SME er et off-shore selskap med virksomhet innenfor mobile boringsenheter, tenderrigger og brønntjenester. SMEs flåte består av boreriggene West Alpha og West Venture (begge semi-submersible), West Epsilon (jack-up rigg), West Navigator (dypvanns boreskip), 8 tenderrigger og 3 semi-tenderrigger. Seks av tenderriggene eies 100% av selskapet, mens SMEs eierandel i de resterende fem riggene er på 49%. SME har også kontrakter for produksjonsboring, ingeniørtjenester, vedlikehold og oppgradering, samt kabeloperasjoner på faste installasjoner i Nordsjøen. SME hadde i 2003 en omsetning på NOK 3 milliarder. Ansatte i samme periode var ca. 2.800 personer. SME er primærnotert ved Oslo Børs og sekundærnotert ved New York Stock Exchange.

#### 3 Sakens bakgrunn

Tirsdag den 10. august kl. 15.04 mottok Oslo Børs børsmelding fra SME som inneholdt selskapets delårsrapport for 2. kvartal 2004. Kl. 15.08 ble det rutinemessig innført børs pause i SME-aksjen. Minuttet senere (kl. 15.09) ble resultatallene offentliggjort gjennom børsens meldingssystem. Deretter ble børspausen opphevet kl. 15.11.

Allerede kl. 15.05 fremkom imidlertid SMEs resultatoppstilling på TDN Finans, herunder informasjon vedrørende driftsinntekter, driftsresultat og resultat før skatt. Ca. 3 minutter senere (kl. 15.08), ble følgende tekst lagt ut på Reuters:

*"Smedvig says Q2 operating profit NOK 129 MLN (analyst survey 119 MLN)".*

Utskrift av oppslagene på TDN Finans og Reuters er vedlagt som Bilag 1.

SME har i email til Oslo Børs av 17. august 2004 på forespørsel, gitt en redegjørelse for selskapets oppfatning med hensyn til hva som faktisk fant sted.

Når det gjelder Reuters, fant personer derfra delårsrapporten på SMEs hjemmeside – [www.smedvig.com](http://www.smedvig.com). Under seksjonen "Quarterly reports", lå kvartalsrapporten for 1. kvartal 2004. Reuters endret imidlertid spørreteksten i adressefeltet på nettleseren fra <http://www.smedvig.com/FileArchive/79/2004Q1pdf> til <http://www.smedvig.com/FileArchive/79/2004Q2pdf>. Denne endringen medførte at Reuters fikk tilgang til kvartalsrapporten for 2. kvartal 2004 som var klargjort for publikasjon, men foreløpig ikke offentliggjort.

Kopi av emailen fra SME av 17. august 2004 er vedlagt som Bilag 2.

SME har undersøkt om også andre aktører var inne i delårsrapporten på internett før den ble publisert kl. 15.09. Det fremkom at opptil 7 andre aktører hadde besøkt nettsidene i tidsrommet forut for offentliggjøring. SME har sendt børsen en logg som viser hvem dette var, og til hvilket tidspunkt disse aktørene var inne på nettsidene. Kopi av loggen er vedlagt som Bilag 3.

Bilag 3 viser at delårsrapporten for 2. kvartal 2004 ble klargjort i SMEs administrasjonssystem kl. 14.49 den 10. august 2004. Den første eksterne brukeren var inne på sidene kl 14.57. Dette var Catch Communications ASA ("Catch") som også står bak besøk nr. 2, 3 og 4. Catch er imidlertid linjeleverandør for forskjellige sluttbrukere, og det er lite trolig at det er Catch selv som har besøkt nettsidene til SME. Oslo Børs har ingen formening om hvem sluttbrukerne under det loggførte domenet "catch communications" kan være. I Bilag 2 fjerde avsnitt, har selskapet kommet med noen antagelser rundt spørsmålet, uten at børsen har funnet det nødvendig for saken å ta stilling til riktigheten av det som fremkommer der.

SME benytter selskapet NetPower Web Solutions AS som leverandør av nettjenester. På forespørsel fra SME har dette selskapet gitt en teknisk forklaring på hvordan uvedkommende kunne tilegne seg informasjon på internettsidene til SME før de ble publisert. Kopi av denne redegjørelsen er vedlagt som Bilag 4.

#### 4 Forholdets innvirkning på kursutviklingen

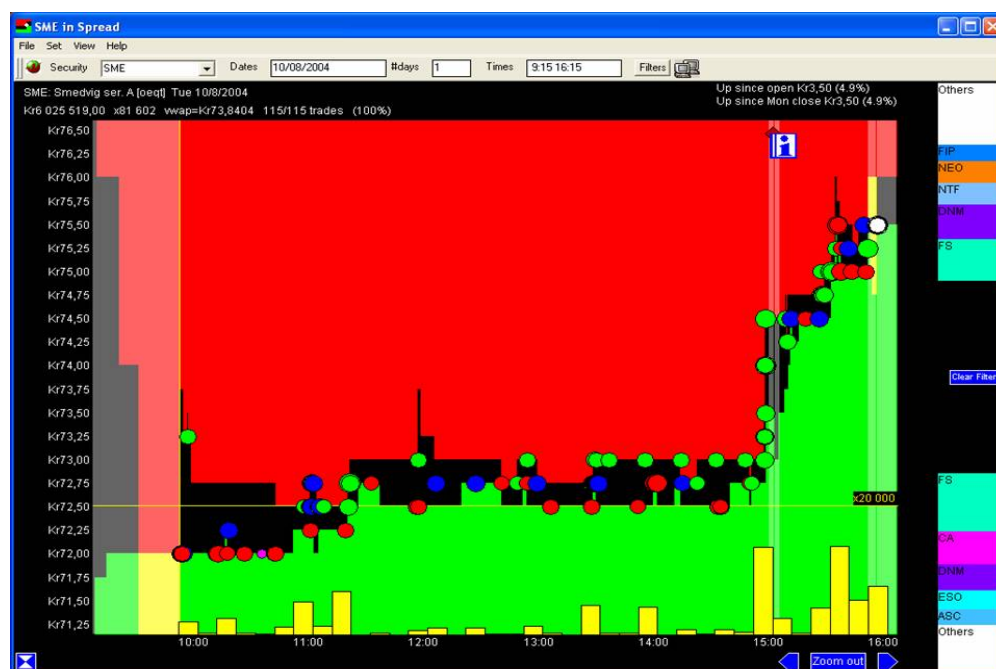
I tidsrommet fra TDN Finans offentliggjorde 2. kvartalstallene kl. 15.05 og frem til børspause ble innført kl. 15.08, ble det rapportert 11 handler i A-aksjen til SME. Oversikt over disse handlene fremkommer i tabellen nedenfor.

Date	Time	Volume	Price	Value	BuyBkr	SellBkr	
10.08.2004	15:05:51	800	kr 73,00	kr 43 800,00	CA	TER	Før BP
10.08.2004	15:05:51	1000	kr 73,00	kr 73 000,00	CA	FS	Før BP
10.08.2004	15:05:51	1000	kr 73,00	kr 73 000,00	CA	DNM	Før BP
10.08.2004	15:05:54	800	kr 73,25	kr 58 600,00	CA	ND	Før BP
10.08.2004	15:05:54	200	kr 73,25	kr 14 650,00	CA	FIP	Før BP
10.08.2004	15:05:58	1000	kr 73,50	kr 73 500,00	CA	NON	Før BP
10.08.2004	15:06:02	1000	kr 74,00	kr 74 000,00	DNM	DNM	Før BP
10.08.2004	15:06:02	1000	kr 74,00	kr 74 000,00	DNM	NON	Før BP
10.08.2004	15:06:02	4000	kr 74,00	kr 296 000,00	DNM	NTF	Før BP
10.08.2004	15:06:02	500	kr 74,00	kr 37 000,00	DNM	NON	Før BP
10.08.2004	15:06:07	2500	kr 74,50	kr 186 250,00	NO	TER	Før BP
10.08.2004	15:16:44	1000	kr 74,50	kr 74 500,00	ND	DNM	Etter BP
10.08.2004	15:17:39	500	kr 74,25	kr 37 125,00	FS	ESO	Etter BP

I samme periode endret kursen på SMEA-aksjen seg fra NOK 73 til NOK 74,5 dvs. en oppgang på ca. 2,1 %. Etter at børsens pausen ble opphevet kl. 15.11 styrket kursen seg ytterligere, og sluttkursen den 10. august 2004 var NOK 75,5. Tidligere på dagen hadde kursen ligget stabilt i området rundt NOK 72,5 til NOK 73.

Børsen er ikke kjent med andre forhold som skulle tilsi en positiv kursutvikling på ca. 2,1% i A-aksjen til SME i tidsrommet kl. 15.05 – 15.08 den 10. august 2004. Børsen er derfor av den oppfatning at denne kursutviklingen i all hovedsak kan tilskrives lekkasjen av 2. kvartalstallene.

Nedenfor er det inntatt et bilde fra børsens overvåkingssystem SMARTS som viser kursutviklingen i A-aksjen til SME den 10. august 2004.



Bilde: 10. august kl. 10-16

Også B-aksjen til SME hadde en kursoppgang forut for resultatfremleggelsen kl. 15.09 den 10. august i år.

## 5 Selskapets anførsler

Selskapet har ved brev av 8. oktober 2004 mottatt børsens varsel om illeggelse av overtredelsesgebyr. Selskapet har i brev av 18. oktober 2004 rettidig kommentert børsens oversendelse. Kopi av brevet med bilag er vedlagt som Bilag 5 og utgjør en del av saksdokumentene.

Selskapets kommentarer og anførsler er summarisk gjengitt nedenfor.

SME mener at selskapet har opptrådt forsvarlig, og at selskapet med rimelighet har gjort det som kan kreves for å oppfylle kravet i børsforskriften § 5-1 første ledd. Det vises til at SME valgte en anerkjent systemleverandør, og presiserte overfor denne at det verktøy som de skulle benytte i forbindelse med publisering av informasjon på sitt nettsted, skulle være av en slik art at uvedkommende ikke skulle ha tilgang til konfidensiell informasjon.

Selskapet har anført at det ikke var klar over, og at det var i strid med det selskapet hadde presisert overfor programleverandøren, at man ved å forandre på koden i adressefeltet på nettleseren skulle kunne få opp bakenforliggende informasjon som ikke allerede var gjort tilgjengelig for leseren ved at det var lagt ut som et bilde man kunne klikke på på hovedsiden. For selskapet fremstår det som et datamessig "innbrudd" i et bakenforliggende rom hvor leseren ikke var invitert inn.

Selskapet har også påpekt at informasjonen ble gjort klar i det bakenforliggende "rom" kun 15 minutter før informasjonen ble sendt til Oslo Børs. De uautoriserte innbruddene som fant sted i perioden har begrenset seg til noen få. Det foreligger ingen bevis på sammenhengen mellom innbruddene og handlene som fant sted i perioden, og volumene var små og kursendringene marginale.

Videre bemerker selskapet at systemfeilen umiddelbart ble rett opp etter at SME var blitt gjort kjent med forholdet fra Oslo Børs. Forholdet vil derfor aldri kunne gjenta seg.

I tilknytning til det subsidiære utmålingsspørsmålet har selskapet anført at det ikke følger automatisk at overtredelsesgebyr skal ilegges. Et overtredelsesgebyr innebærer i tillegg til selve gebyret en kraftig kritikk av selskapet hvilket vil ramme dets omdømme – og indirekte dets aksjonærer. Selskapet kan ikke se at et overtredelsesgebyr i denne saken er i samsvar med tidligere praksis med hensyn til grad av grovhet som skal til for at overtredelsesgebyr skal bli ilagt. Et overtredelsesgebyr vil representere en markert skjerpning av tidligere praksis ved Oslo Børs og en annen linje enn hva disiplinærnemden ved Stockholmsbørsen har lagt seg på i tilsvarende situasjoner.

Selskapet har i møte med Oslo Børs den 19. oktober 2004 også anført at man ved valg av en eventuell reaksjon må se hen til selskapets tidligere "track record". Selskapet har aldri tidligere blitt ilagt overtredelsesgebyr eller offentlig kritikk for brudd på børsforskriften. Selskapet har alltid lagt stor vekt på å oppfylle børsforskriftens krav, og forholdet i nærværende sak kan ikke tilbakeføres til en bevisst handling fra selskapets side. Forholdet skyldes alene feil i et datasystem levert av en anerkjent leverandør.

## 6 Rettslig utgangspunkt

Børsforskriften § 5-1 første ledd lyder:

*"Selskapet skal sørge for at ingen uvedkommende får tilgang til opplysninger som omfattes av kap. 5 og 6 eller verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd før slike opplysninger er offentliggjort i henhold til § 23-2."*

Børsforskriften kap. 6 omhandler selskapets plikt til å offentliggjøre delårsrapporter og foreløpig årsregnskap innenfor bestemte frister. I § 6-2 annet ledd bestemmes at delårsrapporter skal vedtas av selskapets styre innen to måneder etter periodens utløp. I § 6-3 fremkommer at delårsrapporter skal sendes børsen straks de er vedtatt av styret.

Offentliggjøring etter børsforskriften § 23-2 anses som utgangspunkt å ha skjedd når "opplysningene er mottatt av børsen og distribuert i børsens informasjonssystem".

Det følger av børsforskriften § 25-5 at børsstyret ved brudd på bestemmelser i børsforskriften, kan vedta å ilegge utsteder et overtredelsesgebyr på inntil 10 ganger årlig kursnoteringsavgift.

## 7 Børsens vurdering

Bakgrunnen for børsforskriftens regler om informasjonsplikt og selskapets plikt til hemmelighold inntil kurssensitiv informasjon, herunder delårsrapporter, offentliggjøres, skyldes at i et effisient marked vil nye opplysninger svært raskt bli priset inn i

aksjekursen. Dersom ikke hele markedet får tilgang til samme informasjon til samme tid, får man en periode med asymmetrisk informasjon og feilprising av aksjen for deler av markedet. Dette medfører økt risiko for ulovlig innsidehandel, samtidig som markedets troverdighet svekkes. Det er derfor av avgjørende betydning for et velfungerende børsmarked at de børsnoterte selskapene har tilstrekkelige rutiner for sikker informasjonshåndtering, slik at uvedkommende ikke får kjennskap til ikke-offentliggjort kurssensitiv informasjon. Før offentliggjøring av delårsrapporter har børsnoterte selskaper således en plikt til å sørge for at "uvedkommende" ikke får tilgang til rapportene eller innholdet i disse.

"Uvedkommende" i børsforskriftens forstand er de som faller utenfor personkretsen vedkommende. Hvem som er vedkommende er ikke eksplisitt uttrykt i forskriften.

I børsforskriften § 5-1 annet ledd fremkommer det at ansatte, tillitsvalgte eller personer som har oppdrag for selskapet kan motta opplysninger som omfattes av børsforskriften kap. 5 og 6 eller verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd uten at melding om dette må sendes til børsen. I forarbeidene til verdipapirhandelloven (NOU 1996:2 s. 51) er det uttalt at det må være adgang til "å gi opplysninger til utenforstående i den grad det er nødvendig for foretaket". Eksempler på dette kan være advokatforbindelser, långivere og forsikringsforbindelser. Av dette følger at personer utenfor selskapet som ikke har et saklig begrunnet behov for å motta ikke-offentliggjorte opplysninger i henhold til børsforskriften kap. 5 og 6 samt vphl. § 2-1 første ledd, normalt vil være "uvedkommende" etter børsforskriften § 5-1 første ledd.

Det var ikke nødvendig for SME at forskjellige utenforstående aktører fikk tilgang til delårsrapporten på internett før den ble offentliggjort, og de var følgelig "uvedkommende" i børsforskriftens forstand.

Børsforskriften § 5-1 første ledd bestemmer at selskapet "skal sørge for" at ingen uvedkommende får tilgang til opplysninger som omfattes av kap. 5 og 6 eller verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd før slike opplysninger er offentliggjort gjennom børsens meldingssystem. Det er derfor ikke tilstrekkelig at selskapet ikke positivt går ut med slik informasjon til hele eller deler av markedet før opplysningene er offentliggjort gjennom børsens meldingssystem. Det forutsettes også at selskapet behandler kurssensitiv informasjon på forsvarlig måte slik at uvedkommende heller ikke på egen hånd klarer å tilegne seg foreløpig ikke offentliggjort kurssensitiv informasjon. Det må således kunne kreves at selskapet har forsvarlige systemer, rutiner, og prosedyrer for systemsikkerhet, datasikkerhet og generell informasjonshåndtering. For informasjon som er lagret elektronisk, må sikkerheten ivaretas både for informasjon lagret i selskapets egne datasystemer, og systemer det børsnoterte selskapet er tilknyttet.

Smedvig har forklart at det var tilstrekkelig kun å bytte ut de to tegnene i adressefeltet for nettleseren som direkte viste til perioden for delårsregnskapet -"Q1" med "Q2" - for å få tilgang til delårsrapporten for 2. kvartal 2004 før den ble offentliggjort. Enhver med internett tilgang kunne således svært enkelt søke opp opplysninger som selskapet var forpliktet til å holde hemmelige inntil offentliggjøring i børsens meldingssystem. Dette ble også gjort av opptil 8 forskjellige markedsaktører, herunder av Reuters.

Børsen er av den oppfatning at Smedvig ikke har hatt tilstrekkelige systemer og rutiner for å forhindre at innholdet av delårsrapporten for 2. kvartal 2004 lakk ut til deler av markedet. Selskapet har således ikke sørget for at uvedkommende ikke fikk tilgang til opplysninger som omfattes av kap. 6 i børsforskriften før de ble offentliggjort i henhold til børsforskriften § 23-2.

## 8 Sanksjonsspørsmålet

Etter børsforskriften § 25-5, jf børsloven § 5-12, kan børsstyret vedta å ilegge utstedere av børsnoterte finansielle instrumenter et overtredelsesgebyr på maksimalt 10 ganger

kursnoteringsavgiften. Dersom børsstyret ikke finner forholdet tilstrekkelig alvorlig eller av andre grunner mener at overtredelsesgebyr ikke bør benyttes, kan børsstyret i stedet velge å gi selskapet en advarsel.

Børnstyret har ikke tidligere behandlet saker angående brudd på børsforskriften § 5-1 første ledd. Det finnes således ingen norsk børsstyrepraksis med hensyn til børsnoteerte selskapers ansvar for å sikre at kurssensitiv informasjon ikke tilflyter uvedkommende før de er offentliggjort gjennom børsens informasjonssystem. Dette kan tale for en viss forsiktighet ved fastsettelse av reaksjon.

Stockholmsbørsens disiplinærnemnd har behandlet fire saker som i stor grad tilsvarer denne saken (Sweco, Nordea, Intentia og Högnäs). I alle disse sakene ila disiplinærnemnden selskapene en advarsel for brudd på noteringsavtalen. Disiplinærnemnden uttalte at før delårsrapportene er offentliggjort på riktig måte må regnskapsinformasjonen "i princip inte lämnas ut på annat sätt" (Högnäs-saken). Børsen har ved sanksjonsvurderingen sett noe hen til praksisen ved Stockholmsbørsens disiplinærnemnd.

I 2002 mottok et annet selskap notert ved Oslo Børs kritikkbrev for et lignende men mindre graverende forhold. Det er tatt noe hensyn til de momenter som der ble vektlagt ved vurderingen av sanksjonsspørsmålet.

Selskapet har anført at det var ukjent med at internettsystemet ikke var tilstrekkelig sikret mot datainnbrudd. SME skal ha presisert overfor systemleverandøren at systemet måtte være sikret mot at uvedkommende fikk tilgang til konfidensiell informasjon. Selskapet trodde derfor at systemet ivaretok dette kravet, og det må få betydning for reaksjonen. Børsen er ikke enig at det er et formildende moment at feilen kan spores tilbake til systemleverandøren. Et børsnoteert selskap har et selvstendig ansvar for at børsforskriftens bestemmelser overholdes. At man på enkelte områder velger å organisere seg ved å bruke konsulenter og systemleverandører medfører ingen endring til dette. Selskapet må således ha kontrollrutiner som fanger opp svakheter med systemer og tjenester levert av andre.

Børsen er ikke i tvil om at SME har overtrådt bestemmelsen i børsforskriften § 5-1 første ledd. Basert på momentene ovenfor, har børsen likevel kommet til at det ikke bør ilegges et overtredelsesgebyr i saken. Selskapet gis i stedet en advarsel som også bør ha en allmennpreventiv effekt i forhold til øvrige børsnoteerte selskaper. Valg av reaksjonsform er således ikke ment som innføring av en generell praksis på området. Børsen ser alvorlig på at noterte selskaper ikke har tilstrekkelige systemer, rutiner, og prosedyrer for systemsikkerhet, datasikkerhet og generell informasjonshåndtering. I fremtiden må derfor de børsnoteerte selskapene påregne en strengere reaksjon fra børsen ved tilsvarende brudd på børsforskriften § 5-1 første ledd.

## 9 Vedtak

Børnstyret fattet følgende vedtak:

Børnstyret vedtok å gi Smedvig ASA en advarsel for brudd på børsforskriften § 5-1 første ledd.



## 5.6 FRI OMSETTELIGHET - STEMMERETTSBEGRENSNING

### 5.6.1 Gyldendal ASA - vedtekter – samtykkeklausul og stemmerettsbegrensning (brev av 07.05.2004)

De har i brev 27. april 2004 på vegne av [aksjonær X] forespurt om to nærmere angitte bestemmelser i vedtektene til Gyldendal ASA er i overensstemmelse med børslov og børsforskrift.

#### 1. Vedtektenes § 3 - samtykkeklausul

I Gyldendals vedtekter § 3 tredje ledd heter det:

"Styret kan nekte å godkjenne aksjeoverdragelse til noen som innehar, for en vesentlig del er interessert i, eller kan antas å være avhengig av noen med selskapets konkurrerende forretning."

Etter børsforskriften § 2-4 kan selskap som i henhold til vedtekter, lov eller forskrift er gitt skjønnsmessig adgang til å nekte samtykke til et aksjeervert, bare benytte denne adgangen hvis det foreligger skjellig grunn og anvendelsen ikke skaper forstyrrelser i markedet.

Bestemmelsen er en del av vilkårene for opptak til børsnotering, men er også en forutsetning for å være notert. Praksis for hva som anses å være skjellig grunn er svært restriktiv, se blant annet Rt 1989 side 1230 (Arendals Fossekompagni AS). Det er sikker praksis for at det at aksjonærer er konkurrenter ikke anses som skjellig grunn, jf børsklagenemndens saker 2/1990 (Saga Petroleum AS), 1/1994 (AS Adresseavisen) og 3/1998 (Namsos Trafikkselskap ASA). Sanksjonen mot ulovlig samtykkenektelse har vært strykning fra børsnotering.

Som det fremgår regulerer bestemmelsen kun bruk av skjønnsmessig nektelsesadgang, og regulerer ikke vedtektene selv. Siden bestemmelsen ikke vil kunne anvendes uten å være i strid med børsforskriften bør selskapet for ikke å villedde eventuelle investorer oppheve vedtektsbestemmelsen. Vi vil ta dette opp med selskapet.

#### 2. Vedtektenes § 8 annet ledd - stemmerettsbegrensninger

Etter Gyldendals vedtekter § 8 annet ledd annen setning kan ingen aksjeeier stemme for mer enn 1/5 av samtlige aksjer i selskapet.

Som for omsetningsbegrensninger er det skjønnsmessig anvendelse av stemmebegrensninger som er særskilt regulert, jf børsforskriften § 2-5. Ikke diskriminerende og faste begrensninger, såkalte stemmeloft som i eksempelet her er ikke ansett å være i strid med børsregelverket. Dette ble særskilt vurdert i forbindelse med forberedelse av børsloven av 1988, se Ot prp nr 83 (1986-87) side 86 og Innst O nr 90(1987-88) side 23. Oslo Børs' praksis er i det vesentligste i tråd med disse prinsippene, se børs sirkulære 5/2001 pkt 3.10.

For ordens skyld gjør vi oppmerksom på at børsen av hensyn til markedets effektivitet anbefaler børsnoterte selskaper å praktisere prinsippet én aksje én stemme.

Ta gjerne kontakt dersom det er spørsmål om dette.

## **5.6.2 Gyldendal ASA - vedtektsbestemt stemmerettsbegrensning (brev av 07.05.2004 til Gyldendal)**

Oslo Børs er gjort oppmerksom på at Gyldendals vedtekter inneholder en bestemmelse som må anses som uforenelig med det å være børsnotert.

I Gyldendals vedtekter § 3 tredje ledd heter det:

”Styret kan nekte å godkjenne aksjeoverdragelse til noen som innehar, for en vesentlig del er interessert i, eller kan antas å være avhengig av noen med selskapets konkurrerende forretning.”

Etter børsforskriften § 2-4 kan selskap som i henhold til vedtekter, lov eller forskrift er gitt skjønsmessig adgang til å nekte samtykke til et aksjeervert, bare benytte denne adgangen hvis det foreligger skjellig grunn og anvendelsen ikke skaper forstyrrelser i markedet.

Bestemmelsen er en del av vilkårene for opptak til børsnotering, men er også en forutsetning for å være notert. Praksis for hva som anses å være skjellig grunn er svært restriktiv, se blant annet Rt 1989 side 1230 (Arendals Fossekompani AS). Det er sikker praksis for at det at aksjonærer er konkurrenter ikke anses som skjellig grunn, jf børsklagenemndens saker 2/1990 (Saga Petroleum AS), 1/1994 (AS Adresseavisen) og 3/1998 (Namsos Trafikkselskap ASA). Sanksjonen mot ulovlig samtykkenektelse har i praksis vært strykning fra børsnotering.

Som det fremgår regulerer børsforskriften § 2-4 kun bruk av skjønsmessig nektelsesadgang, og regulerer ikke vedtektene selv. Siden bestemmelsen ikke vil kunne anvendes uten å være i strid med børsforskriften, og vi legger til grunn av selskapet fortsatt ønsker å være børsnotert, ber børsen om at selskapet tar initiativ for å oppheve vedtektsbestemmelsen.

## **5.7 LIKEBEHANDLING/GOD BØRSSKIKK**

### **5.7.1 God børsskikk ved gjennomføring av transaksjoner der aksjonærene risikerer å lide tap ved passivitet (børssirkulære nr. 5/2004)**

Se også 2.3.4 ovenfor.

## **6. TILBUDSPLIKT/FRIVILLIG TILBUD**

### **6.1 TILBUDSPLIKT**

#### **6.1.1 Eikland AS - Spørsmål om tilbudsplikt (brev av 14.06.2004)**

Det vises til Deres brev datert 9. juni 2004 med spørsmål om børsens vurdering av tilbudsplikt for aksjonærene i I M Skaugen ASA (IMS) ved omorganisering/strukturering i Eikland AS (Eikland) som eier 41 % av aksjene i IMS.

Eikland eies i dag av selskapene A, B, C og D med 25 % hver. Selskapene A, B, C og D eies av hvert av Morits Skaugens fire barn. Selskapene B, C og D er i dag konsolidert i forhold til tilbudsplikten ved avtale om forpliktende samarbeid jf vphl § 4-5 jf § 1-4 nr 5. De konsoliderte selskapene eier således i dag 75 % av Eikland som igjen eier 41 % av IMS.

Prosesen er beskrevet trinnvis ved at det først foretas en fisjon av Eikland AS slik at selskapet BA53 fisjonerer ut av Eikland. Eikland vil senere bli likvidert. Ved fisjonen vil BA53 ta med seg en hotelleiendom og aksjene i IMS. BA53 vil deretter opprette et heleiet datterselskap; Kosmos. Aksjene i IMS vil så bli solgt til Kosmos. Deretter vil aksjene i Kosmos bli uttelt til A, B, C og D som utbytte. B, C og D vil opprette et felles holdingselskap. I den endelige strukturen vil således A, B, C og D eie 25 % hver av BA53 og Kosmos. De reelle eierforholdene vil således være identiske med dagens situasjon, og det vil reelt sett ikke ha skjedd et kontrollskifte for de 41 % av aksjene i IMS spørsmålet gjelder.

Vi vil i det følgende gå gjennom de forskjellige ledd i omstruktureringen og vurdere hvorvidt tilbudsplikten utløses ved det enkelte trinn i prosessen:

#### 1. Fisjon av Eikland og overføring av aksjene til det utfisjonerte selskapet BA53

Spørsmålet er om BA53 iht vphl § 4-1 "erhverver" mer en 40 % av aksjene i IMS ved fisjonen og dermed skal pålegges tilbudsplikt overfor øvrige aksjonærer. Ved fisjonen overføres aksjene i IMS til det nye (utfisjonerte) selskapet BA53, aksjene får dermed formelt sett ny eier. Ervervsbegrepet i § 4-1 er i utgangspunktet tolket vidt, slik at erverv av aksjer i et børsnotert selskap ved fisjon må antas omfattet av begrepet.

Når det gjelder fisjon i det børsnoterte selskapet gjør vphl § 4-2 unntak fra hovedregelen. I henhold til forarbeidene<sup>1</sup> er unntaket begrunnet i at det ved fisjon som regel skjer en fordeling av aksjene lik den opprinnelige fordeling slik at det ikke skjer et eierskifte. Dersom fisjonen medfører skjevdeling av aksjene viser forarbeidene til at fisjonen må vedtas av generalforsamlingen med 2/3 flertall og at det dermed legges til grunn at aksjonærene mener det gjøres er riktig fordeling av aksjene. Hensynet til aksjonærene er dermed tilstrekkelig ivaretatt via allmennaksjelovens regler i disse tilfelle. Fisjon på aksjonærnivå er imidlertid ikke omfattet av unntaket i vphl § 4-2, se "Verdipapirhandelloven kommentarutgave" av Bechmann m.fl.s. 276. Fisjon på aksjonærnivå skulle således som utgangspunkt følge hovedregelen i § 4-1.

Fisjon på aksjonærnivå vil som regel også alltid medføre at det indirekte eierforholdet til aksjene i det børsnoterte selskap videreføres. I den aktuelle sak vil det reelle eierforholdet i IMS ikke endres som følge av fisjonen.

Børsen har tidligere tolket § 4-1 innskrenkende slik at bestemmelsen ikke medfører at tilbudsplikt inntreffer ved konserninterne overføringer hos aksjeeier. Det vises bl.a. til Vedtak og uttalelser 1999 s. 68-69. Denne praksisen bygger også på uttalelser i forarbeidene (NOU 1996:2 s. 116) hvor det vises til at det ved overføring til 100 % eide datterselskaper ikke skjer noe kontrollskifte på eiersiden i det børsnoterte selskap.

I denne saken er derfor spørsmålet om det foreligger grunnlag for å tolke § 4-1 innskrenkende når det gjøres en omorganisering på eiersiden som formelt sett medfører at ny juridisk enhet erverver aksjene i det børsnoterte selskapet, mens det reelle eierforholdet forblir uendret. Basert på den foreliggende praksis og det forhold at det ikke skjer et reelt eierskifte som følge av transaksjonen legger børsen til grunn at den beskrevne prosess ikke vil medføre tilbudsplikt. Børsen mener således det er grunnlag for å tolke vphl § 4-1 innskrenkende i dette tilfellet. Børsen viser imidlertid til at utfallet kan tenkes annerledes dersom f. eks fisjonen medfører en annen reell fordeling av aksjene (og derved kontrollskifte) eller en lignende konstruksjon gjøres med det formål å omgå reglene om tilbudsplikt.

#### 2. Opprettelse av Kosmos som 100 % eiet datterselskap av BA53 og overdragelse av aksjene i IMS

---

<sup>1</sup> Se NOU 1996: 2 punkt 9.3.5.6

Det neste trinn i prosessen er BA 53s opprettelse av et 100 % eiet datterselskap; Kosmos. Aksjene i IMS selges til dette datterselskapet. I utgangspunktet omfattes konserninterne overdragelser av begrepet "erwerb" i vphl § 4-1. Etter sikker praksis har imidlertid børsen som vist til under punkt 1 ovenfor lagt til grunn at bestemmelsen må tolkes innskrenkende i slike situasjoner.

### 3. Utdeling av aksjene i Kosmos til aksjonærene i Eikland AS som utbytte

Det neste trinn i prosessen består i at aksjene i Kosmos deles ut som utbytte til A, B, C og D. Direkte erverver A, B, C og D aksjer i Kosmos. Spørsmålet er om utdelingen også må anses som (indirekte) "erwerb" av aksjene i IMS for aksjonærene. I og med at disse aksjonærene allerede kontrollerer aksjene i Kosmos indirekte i samme eierforhold gjennom sitt eie i BA53, er det vanskelig å se at overdragelsen medfører et indirekte erwerb av aksjene som endrer kontrollen i IMS. Aksjene eiers jo allerede indirekte av de samme aksjonærer i samme eierforhold.

### 4. Samling av 3 av aksjonærenes aksjer i ett nytt holdingselskap (fusjon eller overdragelse)

Aksjonærene B, C og D er i dag konsolidert i forhold til sitt eierskap i IMS jf vphl § 4-5 jf § 1-4 nr 5. Disse 3 aksjonærene eier i dag totalt 75 % av Eikland og vil etter omstruktureringen eie 75 % av aksjene i BA 53 og 75 % av aksjene i Kosmos . Dersom B, C og D danner et felles holding selskap skjer det ingen overdragelse av aksjene i IMS, og heller ikke et kontrollskifte ved indirekte erwerb. Transaksjonen medfører følgelig ikke tilbudsplikt jf § 4-1.

### 5. Oppsummering

I henhold til ovennevnte legger børsen til grunn at den beskrevne omorganisering ikke vil utløse tilbudsplikt jf vphl § 4-1.

## **6.1.2 Aker RGI Holding AS – svar på henvendelse om tilbudsplikt tilknyttet mulige transaksjoner (brev av 27.05.2004)**

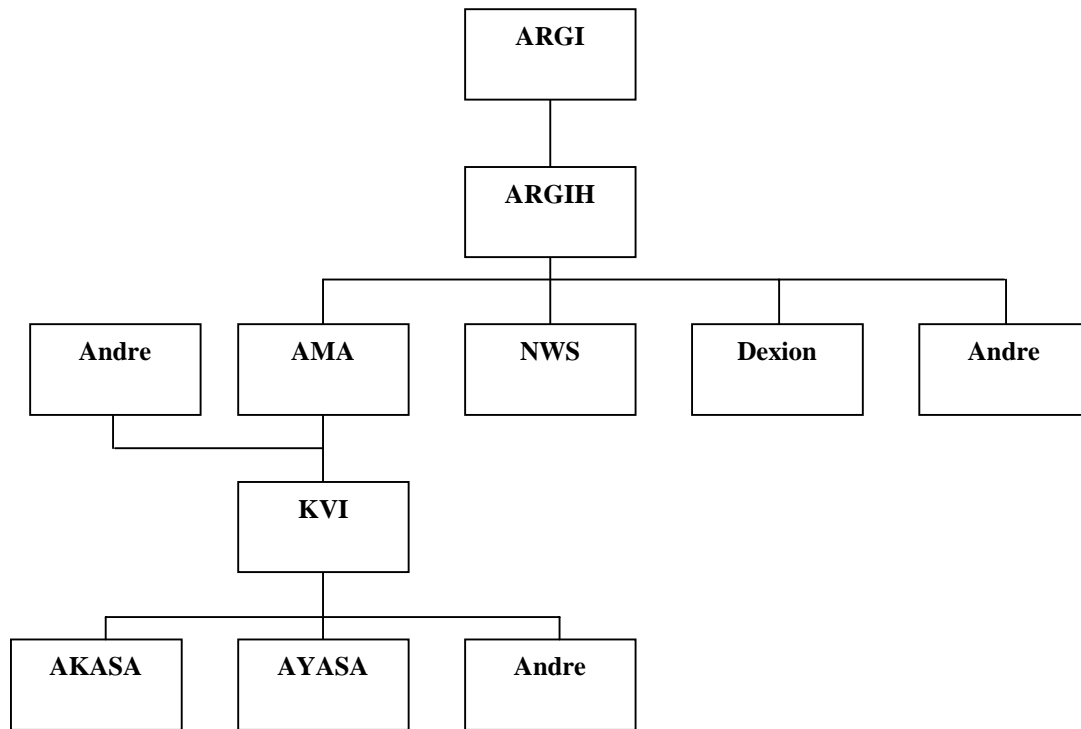
Det vises til hyggelig møte hos oss den 12. mai i år hvor De og Deres kollegaer redegjorde for mulig restruktureringsprosess i Aker RGI konsernet, samt brev av samme dato som også beskriver den mulige prosessen.

Selskapet ønsker børsens vurdering med hensyn til om de enkelte trinn i omstrukturingsprosessen medfører tilbudsplikt, samt om selskapets oppfatning med hensyn til informasjonshåndtering er sammenfallende med børsens oppfatning.

Børsen har valgt å kommentere hvert enkelt trinn i transaksjonsprosessen fortløpende.

### Utgangspunktet – situasjonen før mulige transaksjoner

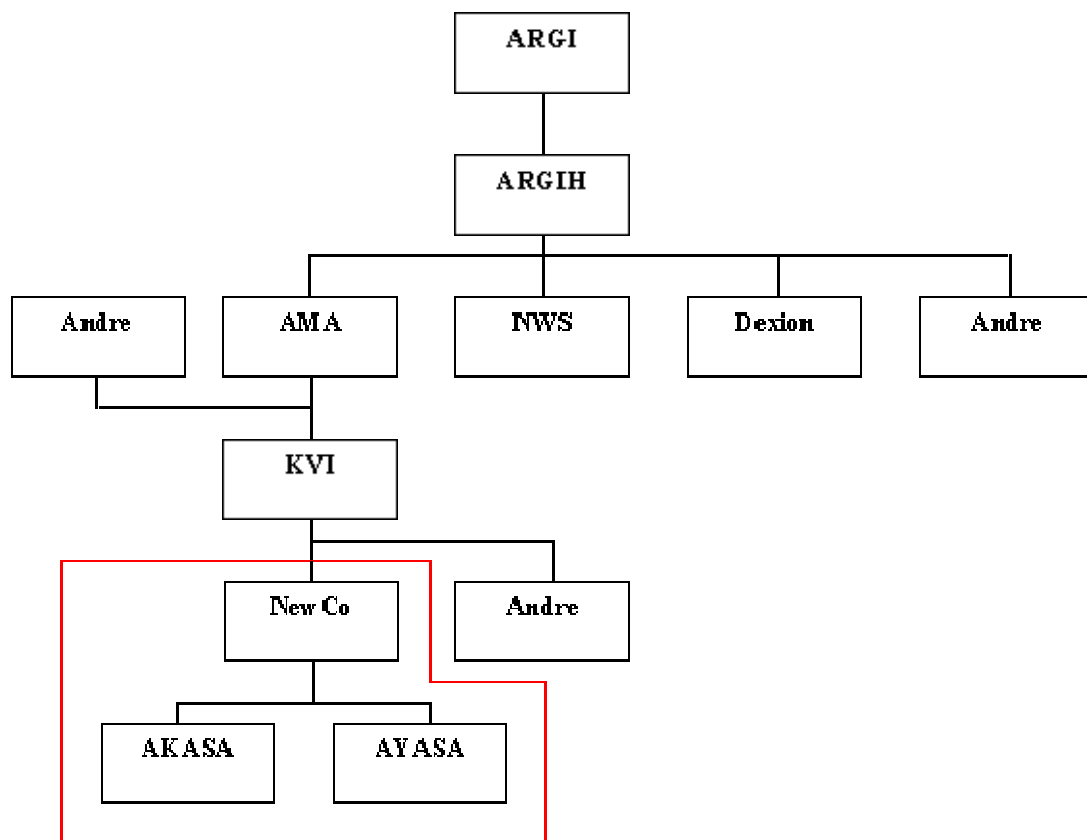
De mulige transaksjoner vil ta utgangspunkt i følgende struktur:



Trinn 1 – etablering av NewCo, "push-down" av virksomhet

Første planlagte trinn er at Kværner etablerer et heleid datterselskap, NewCo, og overfører aksjeporteføljene i Aker Kværner og Aker Yards samt trolig også annen virksomhet til NewCo. Overføringen skjer mot oppgjør i form av ordinære A-aksjer, B-aksjer uten stemmerett samt et obligasjonslån.

Dette gir følgende struktur:



#### Trinn 1 – børsens vurdering med hensyn til tilbudsplikt og informasjonsplikt

Verdipapirhandelloven (vphl) § 4-1, første ledd bestemmer at den som gjennom erverv blir eier av mer enn 40 prosent av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet.

Transaksjonen innebærer overføring av en kontrollerende aksjepost i børsnoterte Aker Kværner og Aker Yards fra Kværner til dets heleide datterselskap NewCo. Etter ordlyden og hovedregelen i vphl. § 4-1 første ledd, omfattes ethvert erverv av aksjer som medfører at erververen blir eier av mer enn 40 % av aksjene i det børsnoterte selskapet. Av vphl. § 4-2 annet ledd fremgår at denne hovedregel også gjelder ved interne overdragelser innenfor en konsolidert gruppe.

Det vises imidlertid til NOU 1996:2 s. 116 der det blant annet heter:

*"Dersom ikke indirekte erverv omfattes av tilbudsplikten, vil avhender kunne overføre aksjene til heleiet datterselskap – endog opprettet for formålet – og deretter selge aksjene i datterselskapet uten at dette medfører tilbudsplikt for erververen. Et alternativ i en slik situasjon kunne selvfølgelig være å pålegge tilbudsplikt ved overføring fra avhender til datterselskapet. Etter utvalgets syn er det imidlertid lite naturlig å anse en slik overføring som skifte av kontroll, i det det reelt sett bare fremstår som en annen organisering av eieren av de børsnoterte aksjene."*

Børsen har i sin praksis lagt en innskrenkende fortolking til grunn med hensyn til konserninterne overføringer som kun fremstår som en reorganisering av eierskap uten kontrollskifte. Det vises blant annet til børsens Vedtak og Uttalelser 1999 s. 69 hvorfra følgende siteres:

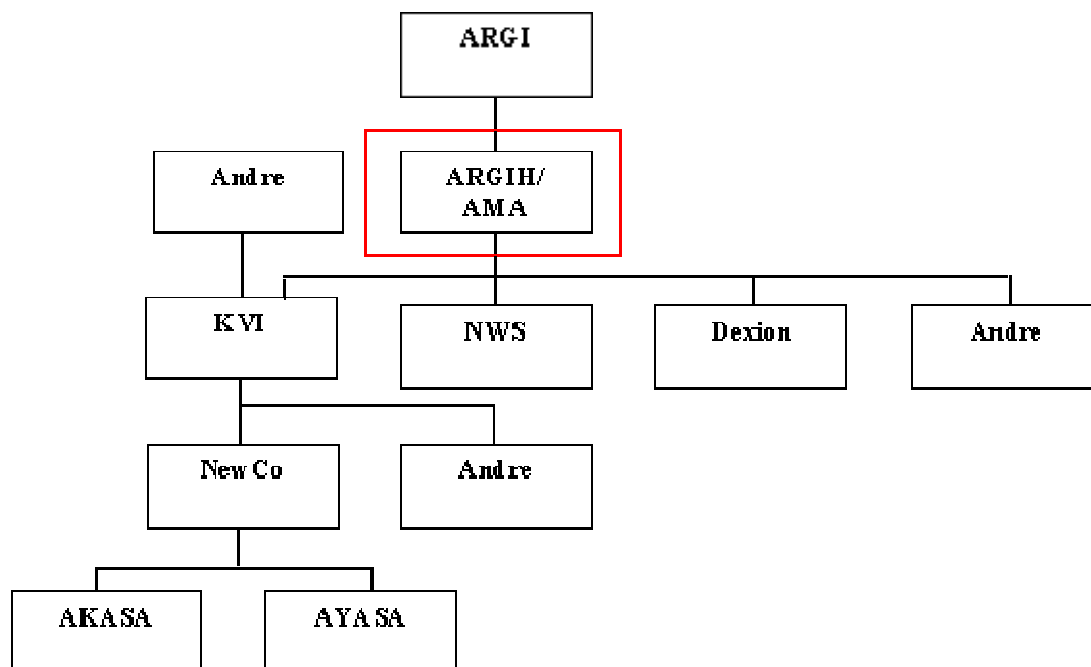
*"Oslo Børs antar imidlertid under noe tvil at tilbudsplikt som hovedregel heller ikke utløses ved overdragelse fra aksjonæren til dennes heleide selskap der den vesentligste virksomheten er en annen enn de børsnoterte aksjene. Det er da lagt vekt på at det ikke foregår noe kontrollskifte, at slike overføringer vanligvis ikke vil utgjøre noen stor omgåelsesmulighet, og til hensynet til at eieren skal kunne organisere sin virksomhet på en hensiktsmessig måte."*

Basert på ovennevnte er børsen av den oppfatning at transaksjonen under Trinn 1 ikke medfører tilbudsplikt. Overføringen må betraktes som en intern reorganisering av aksjonærens eierskap uten noen form for kontrollskifte.

Trinn 2 – innfusjonering av Aker Maritime i Aker RGI Holding

Neste trinn er at Aker Maritime innfusjoneres i Aker RGI Holding uten vederlag etter reglene i aksjeloven § 13-23. Fusjonen medfører at Akers aksjeportefølje i Kværner – med unntak av Kværner-aksjene som eies av RGI (Europe) BV – samles i Aker RGI Holding.

Strukturen blir dermed som følger:



Trinn 2 – børsens vurdering med hensyn til tilbudsplikt og informasjonsplikt

Transaksjonen innebærer at Aker Maritimes aksjer i Kværner overføres til Aker RGI Holding, som dermed blir direkte eier av mer enn 40% av aksjene i Kværner.

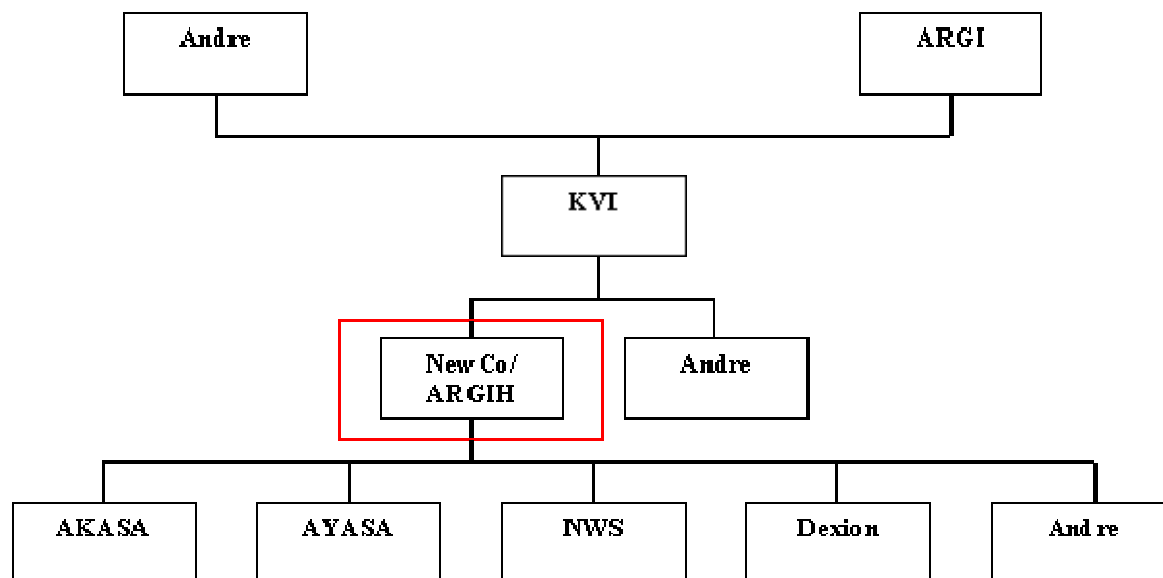
Det vises til drøftelsen og konklusjonen ovenfor. At overføringen skjer motsatt vei – fra heleiet datterselskap til morselskap - kan etter børsens mening ikke medføre et annet tolkingsresultat. Transaksjonen må anses som en reorganisering av aksjonærens eierskap uten noe form for kontrollskifte. Børsen er således av den oppfatning at transaksjonen ikke utløser tilbudsplikt.

Når det gjelder informasjonsplikten er fusjonen et forhold Aker RGI Holding som utsteder av obligasjonslånet AKE16 må informere om etter børsforskriften § 10-2.

Trinn 3 – innfusjonering av Aker RGI Holding i NewCo mot vederlagsaksjer i Kværner

Som neste trinn innfusjoneres Aker RGI Holding i NewCo. Fusjonen planlegges gjennomført som en trekantfusjon i medhold av aksjeloven § 13-2 annet ledd, hvor fusjonsvederlaget er aksjer i NewCos morselskap, Kværner. Som vederlagsaksjer tenkes benyttet de eksisterende Kværner-aksjene som NewCo tilføres ved fusjonen. Det vil ikke bli påkrevet med utstedelse av nye aksjer.

Strukturen etter fusjon kan illustreres slik:



Trinn 3 – børsens vurdering med hensyn til tilbudsplikt og informasjonsplikt

Transaksjonen innebærer at Aker RGI Holdings aksjer i Kværner overføres til NewCo ved fusjonen, for umiddelbart å deles ut som fusjonsvederlag til Aker RGI Holdings eneaksjonær, Aker RGI AS. Overføring og utdeling skjer simultant, jf aksjeloven § 13-16 første ledd nr 3 og 4.

Tilføres (erhverver) NewCo som overtakende selskap Kværner-aksjer under fusjonen, og den totale aksjebeholdningen av Kværner aksjer i NewCo etter dette utgjør mer enn 40% av den stemmeberettigede aksjekapitalen, utløses tilbudsplikt etter hovedregelen i vphl. § 4-1 første ledd. Det vises til NOU 1996:2 s. 112.

Det er imidlertid planlagt at aksjene simultant skal utdeles som fusjonsvederlag til aksjonærene i Aker RGI Holding. Spørsmålet er derfor om disse transaksjonene kan betraktes under ett, slik at NewCo dermed bare kan anses for å ha ervervet så mange Kværner-aksjer som selskapet sitter igjen med etter utdelingen til Aker RGI AS. Dette vil i så fall medføre at fusjonen ikke utløser tilbudsplikt for NewCo dersom "netto" ervervede aksjer etter gjennomføring av Trinn 3 er under tilbudspliktsgrensen.

Oslo Børs har ikke tidligere tatt stilling til spørsmålet. Heller ikke forarbeidene til verdipapirhandelloven eller juridisk litteratur berører spørsmålet i særlig grad.

Vphl. § 4-8 og § 4-9 gir adgang til nedsalg i løpet av fire uker uten at aksjonæren må fremsette et pliktig tilbud. Dette løser imidlertid ikke spørsmålet om aksjonæren kan anses tilbudspliktig ved transaksjonen.

Siden overføring av Kværner-aksjer til NewCo og utdeling av deler av aksjebeholdningen videre skjer simultant, vil ikke NewCo på noe tidspunkt øke sin kontroll i Kværner utover den eventuelle "nettotilførsel" selskapet vil få etter at Trinn 3 er gjennomført. Basert på



hensynet bak tilbudspliktreglene, og forutsetningen om simultanitet, er børsen således av den oppfatning at det er naturlig å betrakte overføringene av Kværner-aksjer i Trinn 3 under ett.

Videre bemerkes at NewCo er Kværners datterselskap. NewCo kan ikke utøve stemmerett for Kværner-aksjer selskapet måtte erverve, jf asal § 5-4 tredje ledd. Om NewCo således faktisk øker sin kontroll i Kværner uavhengig av simultaniteten, kan det dermed stilles spørsmål ved.

På bakgrunn av ovennevnte er børsen av den oppfatning at Trinn 3 ikke utløser tilbudsplikt, så lenge NewCos beholdning av Kværner-aksjer etter gjennomføringen ikke overstiger 40%-grensen.

For Aker RGI AS vil det ikke oppstå tilbudsplikt, jf unntaket for fusjonsvederlag i vphl. § 4-2 første ledd nr 3.

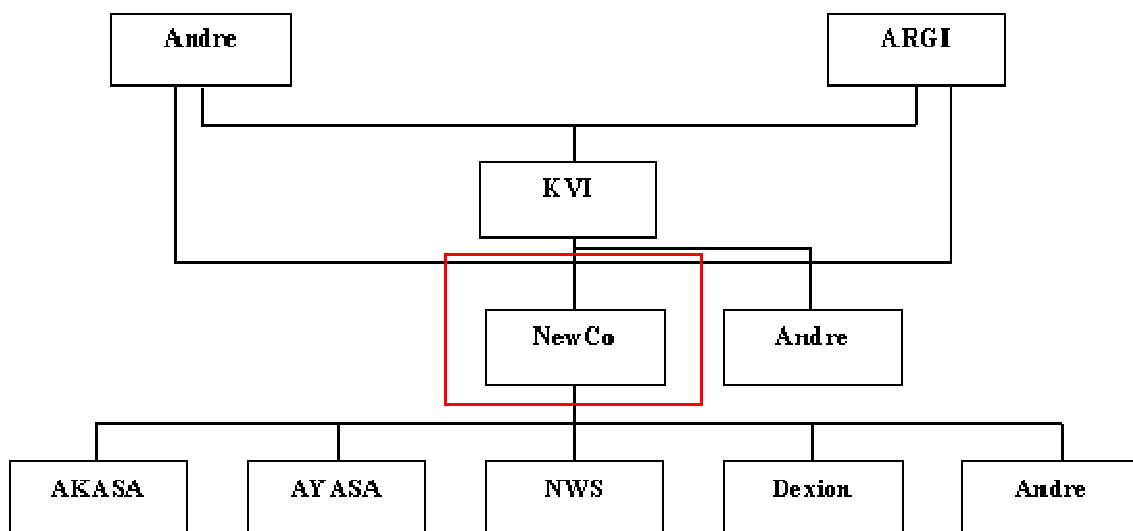
Når det gjelder informasjonsplikten er børsen av den oppfatning at Kværner vil måtte sende melding i medhold av børsforskriften §§ 5-2 og 5-3 ved eventuell inngåelse av fusjonsplan mellom Kværners datterselskap NewCo og Aker RGI Holding. Proforma tall må offentliggjøres så fort som mulig etter dette.

Aker RGI Holding vil i forbindelse med vedtagelse av fusjonen måtte gi melding etter børsforskriften § 10-2 som utsteder av det børsnoterte obligasjonslånet AKE16.

Trinn 4 – Kværner deler ut NewCo A-aksjer og NewCo obligasjoner som utbytte til sine aksjonærer

Som siste ledd i den planlagte transaksjonsrekken vil Kværner dele ut NewCo A-aksjer, dvs aksjene i NewCo med stemmerett, samt obligasjoner utstedt av NewCo til sine aksjonærer som utbytte. Utdelingen av NewCo A-aksjene innebærer at aksjonærene i Kværner får direkte kontroll over NewCo, og at NewCo blir direkte datterselskap av Aker RGI AS. Det er opplyst at NewCo ikke vil være børsnotert ved utdelingen, men det kan være aktuelt å børsnotere NewCo etter hvert.

Strukturen blir dermed som følger:



#### Trinn 4 – børsens vurdering med hensyn til tilbudsplikt og informasjonsplikt

Transaksjonen innebærer at Aker RGI AS erverver aksjer som representerer mer enn 40% av stemmene i NewCo. Men siden NewCo ikke vil være børsnotert på tidspunktet for utdelingen vil tilbudsplikt i medhold av vphl. § 4-1 første ledd ikke inntre.

Når det dernest gjelder vphl. § 4-1 annet ledd nr 1, har selskapet opplyst at NewCo vil eie aksjer i to ulike børsnoterte selskaper, og dessuten aksjer i flere ikke-børsnoterte selskaper. Selskapet antar at verken aksjeposten i Aker Kværner eller aksjeposten i Aker Yards vil oppfylle kravet om "vesentligste virksomhet" i bestemmelsen. Børsen har ikke tilstrekkelig informasjon for å kunne etterprøve dette.

Når det gjelder informasjonsplikten må Kværner i forbindelse med vedtagelsen av utdelingen gi melding etter børsforskriften § 5-2. Dersom utdelingen av aksjer og obligasjoner utgjør fem prosent eller mer av selskapets driftsinntekter, årsresultat eller markedsverdi, må Kværner i tillegg gi opplysninger etter børsforskriften § 5-3.

#### **6.1.3 Spørsmål om konsolidering av enkelte aksjonærer i P4 etter fusjon mellom Kinnevik og Invik (brev av 02.03.2004)**

Oslo Børs har etter den norske verdipapirhandelloven av 19. juni 1997 nr 79 (vphl) kapittel 4 ansvar for håndhevelse av reglene om tilbudsplikt i børsnoterte foretak i Norge.

Oslo Børs gjorde i mai 2003 en vurdering av hvorvidt Industriforvaltnings AB Kinnevik (Kinnevik) og Moderen Times Group MTG AB (MTG) skulle konsolideres i forhold til sine eierandeler i det børsnoterte selskapet P4 Radio Hele Norge ASA (P4). Børsen konkluderte at det ut fra de opplysningene som forelå ikke var grunnlag for slik konsolidering, verken etter konsernalternativet (vphl § 1-4 nr 3) eller forpliktende samarbeide (vphl § 1-4 nr. 5).

På grunnlag av pressemelding om fusjon mellom Invik & Co AB (Invik) og Kinnevik datert 16. februar 2004, stiller børsen spørsmål om fusjonen medfører endring av børsens tidligere vurderinger. I den forbindelse har børsen merket seg Aktiemarknadsnämndens uttalelse 2004:4. I henhold til denne uttalelse anses Emesco-konsernet, Invik og Kinnevik å ha et nærstående forhold med hensyn til aksjeeie i MTG. I henhold til denne uttalelsen eier Emesco 16,1 %, Invik eier 30 % og Kinnevik eier 17,2 % av aksjene i MTG. Det fusjonerte selskapet Investment AB Kinnevik (heretter betegnet som IK), vil da eie 47,2 % av MTG. Totalt vil IK og Emesco eie 63,3 % av MTG. MTG eier igjen 33 % av P4, mens Kinnevik eier 12,5 %. Totalt vil da det fusjonerte IK og MTG eie 45,5 % av aksjene i P4.

På bakgrunn av de beskrivelser som fremgår av Aktiemarknadsnämnden 2004:4, må det sannsynligvis legges til grunn at det per i dag og i hvertfall tilbake til 1. juli 1999, foreligger et forpliktende samarbeide også i henhold til vphl § 1-4 nr 5 mellom Kinnevik, Invik og Emesco konsernet mht aksjeeie i MTG. Med den sammenblanding av kontroll over MTG og den ensrette opptreden Invik, Kinnevik og Emesco synes å ha mht aksjeeie i MTG, virker det sannsynlig at det foreligger grunnlag for å konsolidere MTG og Kinneviks (etter fusjonen Iks) aksjeeie i P4. Dette i motsetning til den konklusjonen Oslo Børs trakk i mai 2003.

I forbindelse med den vurdering børsen gjorde i mai 2003 rettet børsen spørsmål til Kinneviks norske advokater, Wiersholm, Mellbye & Bech (WMB) om hvorvidt Kinnevik sammen med andre aksjonærer kontrollerte mer enn 50 % av MTG. WMB avkrefte at slikt samarbeide forelå. Dette er direkte motstridende med den konklusjon Aktiemarknadsnämnden har truffet basert på de opplysninger den har mottatt fra de involverte selskapene. Dersom eierandelene til hhv Emesco, Invik og Kinnevik i MTG var

de samme i mai 2003 som i dag, må det legges til grunn at børsen på det tidspunktet mottok feilaktig svar angående samarbeidet.

Hvorvidt en eventuell konsolidering av eierandelene til MTG og Kinnevik (IK) i P4 medfører tilbudspått, vil avhenge av selskapenes historiske eierandeler i P4. P4 ble første gang børsnotert 1. november 1996. Oslo Børs ber derfor om at følgende spørsmål besvares:

1. Vi ber om synspunkter på børsens foreløpige vurdering om at MTG og Kinnevik (IK)s eierandeler i P4 skal konsolideres, med mindre selskapene mener det er korrekt å konsolidere disse.
2. Børsens vurdering baseres på Aktiemarknadsnåmndens vurdering. Da denne kun går tilbake til 1. juli 1999 ber vi om at det også kommenteres dersom forholdende før dette tidspunktet var avvikende og at avviket er av betydning for vurderingen av konsolideringsspørsmålet.
3. Eide MTG og/eller Kinnevik aksjer i P4 på tidspunktet for børsnoteringen 1. november 1996? Hvor stor andel av aksjekapitalen var i så fall eiet av de respektive selskaper?
4. Hvor stor andel av aksjekapitalen i P4 var eiet av henholdsvis MTG og Kinnevik ved ikrafttredelsen av vphl den 1. desember 1997?
5. Vi ber om en oversikt over de handler som er foretatt av MTG og/eller Kinnevik som har medført at selskapene totalt sett har kommet under 40 % eierandel eller over 40 % eierandel fra børsnoteringen og frem til i dag.

Vi ber om at ovennevnte besvares så snart som mulig og senest tirsdag 16. mars 2004.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at Oslo Børs kan pålegge verdipapirforetak, selskaper og personer å gi børsen opplysninger som kan være av betydning for tilbudspått i vphl § 4-1 jf vphl § 12-6.

#### **6.1.4 Aksjeinnehav i P4 Radio Hele Norge (brev av 30.04.2004)**

Det vises til Børsens forespørsel om forholdet mellom Industriforvaltnings AB Kinnevik (Kinnevik) og Mordern Times Group (MTG) i relasjon til aksjeinnehav i P4 Radio Hele Norge (P4) i brev datert 2. mars 2004. De besvarte brevet den 16. april 2004 på vegne av Kinnevik.

På bakgrunn av det nedsalget som nå er foretatt som medfører at Kinnevik og MTG totalt eier under 40 % av aksjene i P4, vil ikke børsen gå videre i vurderingen av hvorvidt er foreligger grunnlag for konsolidering av selskapene jf vphl § 1-4 jf § 4-5. Dersom Kinnevik og MTGs totale aksjeinnehav igjen passerer tilbudspåttsgrensen på 40 % vil imidlertid kunne bli aktuelt å vurdere problemstillingen.

#### **6.1.5 Spørsmål om tilbudspått – ervervstidspunkt/nynotering (e-post av 31.08.2004)**

Det vises til tidligere telefonsamtaler og din email av 24. august 2004 angående spørsmål om tilbudspått for Kjell Inge Røkke/Aker RGI ifm med børsnoteringen av A-aksjene i Aker ASA. Røkke/Aker RGI vil etter omstruktureringen sitte igjen med mer enn 40% av aksjene i Aker ASA. Oslo Børs har fått oppgitt følgende tidsplan og fremgangsmåte for transaksjonen:

- 3. september 2004: Utbyttedato. Det er de som er eiere av aksjer i Kværner per 3. september 2004 som vil være berettiget til å motta Aker A-aksjer som utbytte.
- 6. september 2004: Kværner-aksjen omsettes eksklusive rett til utbytte.
- 7. september 2004: Første noteringsdag for A-aksjer i Aker ASA.
- 10. september 2004 (T+3 i forhold til første noteringsdag): Levering av Aker A-aksjer til de Kværner-aksjonærer som er berettiget til å motta utbytte.

Rett til utbytteaksjer i Aker ASA vil være forbeholdt eksisterende aksjonærer i Kværner den 3. september 2004. De berettigede vil imidlertid først få aksjene overført til sine VPS-konti etter første noteringsdag av Aker ASA. Spørsmålet ditt er derfor om Røkke/Aker RGI som på konsolidert basis vil erverve mer enn 40% av aksjene i Aker ASA, kommer i en tilbudspliktsituasjon etter vphl. § 4-1 første ledd. Avgjørende vil i så fall være at børsen anser ervervet for å ha funnet sted ved tidspunktet for innføringen av aksjene på Røkke/Aker RGI's VPS konti.

Vphl. § 4-1 første ledd bestemmer at erverv av aksjer i norske selskaper "notert på norsk børs" medfører tilbudsplikt dersom ervervet gjør at aksjonæren oppnår mer enn 40% av stemmene i selskapet. At ervervet finner sted mens selskapet er i en noteringsprosess er således ikke tilstrekkelig.

I dette konkrete tilfellet er selskapet ikke notert på børsen på tidspunktet hvor aksjene blir tildelt, men vil være det når aksjonærene faktisk får aksjene godskrevet sine VPS konti. Spørsmålet er derfor hva som skal anses som ervervstidspunktet. Lovteksten gir ikke direkte svar på spørsmålet. I NOU 1996:2 s. 120 står imidlertid følgende:

*"Det avgjørende for utløsning av tilbudsplikt vil derfor være det tidspunkt eierbeføyelsen går over. Tidspunktet for oppgjør vil ikke ha noen selvstendig betydning."*

Oslo Børs har tidligere vurdert spørsmålet om til hvilket tidspunkt eierbeføyelsene må anses for å ha gått over ved erverv av børsnoterte aksjer. Det vises til Vedtak og Uttalelser 2001 s. 91 flg. De betraktninger og vurderinger som da ble gjort, vil i stor grad også gjøre seg gjeldende i dette tilfellet. Børsens konklusjon var at det må bero på en konkret vurdering av avtaleforholdet i det enkelte tilfelle når eierbeføyelsene anses som overført. Det ble også uttalt at man ikke uten videre kan legge overføringstidspunktet til grunn da det kan åpne for misbruk ved at oppgjøret forskyves i tid.

Oslo Børs er kommet til at ervervet mht tilbudsplikt finner sted ved ex. datoen den 3. september (forutsatt at den beskrevne fremgangsmåte og tidsplan følges). Det er på dette tidspunktet tildeling av aksjene skjer, og den enkelte aksjonær får en ubetinget rett til å motta verdipapirene. Det skal ikke erlegges noen form for vederlag på et senere tidspunkt. Det eneste som gjenstår etter tildelingen er det tekniske oppgjøret av aksjene. Eierstrukturen er således i realiteten på plass før første noteringsdag. Hensynene bak tilbudspliktreglene (om at de øvrige aksjonærene skal ha en exit mulighet ved et kontrollskifte i børsnoterte selskaper) gjør seg i således liten grad gjeldende.

Forutsatt den beskrevne tidsplan og fremgangsmåte, har børsen derfor kommet til at ervervet av A-aksjer i Aker ASA ikke vil medføre tilbudsplikt for Røkke/Aker RGI, samt at vphl. § 4-6 annet ledd nr. 2 kommer til anvendelse på forholdet.

## 6.2 FRIVILLIG TILBUD

### 6.2.1 Forhåndsavtaler og frivillig tilbud (e-post av 23.11.2004)

Det vises til brev datert 19. november 2004 og telefonsamtale i går, 22. november 2004. Som nevnt vil børsen på de betingelser som er angitt i brevet anse forhåndsavtalene med de s.k. innsiderne å være særskilte avtaler med enkelte aksjeeiere som iht § 4-18 annet ledd faller utenfor verdipapirhandellovens regler om frivillige tilbud. Børsen legger til grunn at det frivillige tilbudet vil bli rettet til alle de øvrige aksjonærene på samme betingelser. Videre legges til grunn at tilbudsdokumentet vil redegjøre for de avtaler og betingelser som er inngått med innsiderne, derunder informasjon om verdien av det oppgjør innsiderne reelt sett får i forhold til øvrige aksjonærer.

I henhold til vår samtale i går ble det reist spørsmål om børsens oppfatning av situasjonen dersom innsiderne ikke underlegges bindingsavtaler og garantiforpliktelser. Det reelle spørsmålet er da om man kan se avtalene med innsiderne som avtaler med "enkelte aksjeeiere" som ikke har "samme innhold", jf vphl § 4-18 annet ledd. Dersom det ikke er noen form for binding eller andre betingelser knyttet spesielt til innsidernes avtaler, kan det være problematisk å se disse avtalene som slike separate tilbud. Jeg viser i den forbindelse til NOU 1996:2 s 127:

"Utvalget legger i samsvar med LBO-utvalgets vurdering til grunn at det ved tilbud som har preg av å være en markedsmessig henvendelse mer enn en henvendelse overfor enkeltpersoner, bør stilles visse krav til henvendelsen. En slik markedsmessighenvendelse vil normalt være rettet under ett til alle eller større deler av aksjonærene i et selskap. Både antall aksjonærer henvendelsen rettes til og henvendelsens utforming, bør imidlertid ha betydning for vurderingen av henvendelsens karakter. Det bør ikke være avgjørende om en henvendelse rettes til markedet ved offentlig kunngjøring. Også tilbud som fremsettes særskilt overfor enkelte aksjonærer bør ses som markedsmessige henvendelser, dersom tilbudet fremsettes under ett eller i sammenheng og har samme innhold."

Dersom den eneste forskjell på tilbudene er at innsiderne får tilbud om aksjer og øvrige får tilbud om cash er spørsmålet om man i realiteten står over for ett tilbud med to forskjellige oppgjør, som kan være i strid med forbundet mot forskjellsbehandling i § 4-10 siste ledd. Børsen tar ikke stilling til spørsmålet på nåværende tidspunkt da det alltid må være de konkrete omstendighetene i den enkelte situasjon som er avgjørende for om det foreligger særskilte tilbud til enkelte aksjonærer som omfattes av unntaket i § 4-18 annet ledd.

På bakgrunn av ovennevnte imøteser vi konkrete innspill vedrørende de avtaler som inngås med innsiderne for å ta endelig stilling til hvordan avtalene skal bedømmes i forhold til reglene om frivillige tilbud.

## 7. MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER

### 7.1 NYE MEDLEMMER 2004

Foretak

Vedtaksdato

Hagströmer & Qviberg Fondkommisjon AB

9. mars 2004

## **7.2 OVERTREDELSER**

### **7.2.1 Lehman Brothers - daily fine to enforce compliance with obligation to report trades (brev av 07.07.2004)**

In accordance with the Stock Exchange Regulations section 25-7, the Stock Exchange Act section 5-13 and Norex Member Rules section 4.1, 1.11, Oslo Børs hereby imposes a daily fine on Lehman Brothers Int.(Europe) to enforce compliance with obligation to report the trade of 100 mill shares in Statoil ASA completed on June 6. 2004. According to Oslo Børs' knowledge of the transaction, the trade was to be reported by Lehman Brothers by 9.45 am today according to Norex Member rules section 5.6.13. In addition the Securities Trading Act Section 9-4 requires investment firms to report such trades immediately to the exchange. The daily fine is imposed if the trade is not reported by 03.00 pm today, and then daily if not reported by 09.45 am. The size of the fine is NOK 500.000 per day.

Oslo Børs' decision may be appealed to the Stock exchange appeals committee according to the Stock Exchange Regulations chapter 26. The time-limit for appeal is two weeks. The lodging of an appeal does not postpone the effect of the daily fine. However the exchange may reduce entirely or in part, or remit, the daily fine if called for on special grounds. The decision may also be reversed.

The decision to impose a daily fine is based on the following grounds:

The Norwegian Ministry of Oil and Energy announced in a press-release July 7 2004 the sale of 100 mill shares in Statoil ASA through a block sale after the closing of trading on Oslo Børs on July 6. The press-release states that the shares were placed through Lehman Brothers after an international bookbuilding process, and where Lehman Brothers is expected to place the shares on to institutional investors in Norway and abroad. Later a retail offer is planned to the same price as the institutional investors are paying. The Ministry is not disclosing price per share because of the need for secrecy in the following sale from Lehman Brothers.

The Ministry's legal counsel, Mr Anders Arnkværn has on telephone confirmed that the transaction was constructed as a sale to a fixed price per share.

When not reporting the trade by the opening of continuous trading this morning, Lehman Brothers was contacted by Oslo Børs, market surveillance. Lehman Brothers denied the obligation to report. The share was put on matching halt for some time before put on special observation, as Oslo Børs stated in an announcement that it was considering the need for trade reporting. Lehman Brother and its legal counsel was in telephone conversations informed that Oslo Børs regarded the transaction as a trade under reporting obligations.

Lehman Brothers's legal counsel, Mr Svein Gerhard Simonæs has contacted Oslo Børs and argued that the trade is not covered by the reporting obligations primarily because the transaction is an underwritten placement to institutional investors with Lehman as the bookrunner and therefore a client trade, and that it therefore shall be reported when the book is closed and the offering complete. He has argued that this is supported by pre-contractual communication between Lehman and the Ministry, the contract, the press release and that the price in the retail offering will be determined by the price in the completed bookbuilding to institutional investors. Oslo Børs has received the contract, precontractual communications between the Ministry and prospective buyers.

The reporting obligation in Norex Member Rules applies to trades where the member "on its own account or on behalf of a third party, takes an active part in reaching the agreement containing the terms and conditions governing the trade", see section 5.6.2.

The contract between the Ministry of Finance and Lehman clearly states that a sale of shares has been agreed to a fixed price. Especially from the Ministry's invitation it is clear that a condition for the transaction is that it is followed up by a sale to institutional investors. The sale to institutional investors will clearly be on Lehman Brothers's own risk and account. As in all transactions there could be conditions whereas the trade will be reversed or stopped for instance force majeure or material breach of warranties. Although the end result of the two sets of transactions is nearly the same if a model where an offer on behalf of the Ministry with Lehman as a bookrunner was chosen, the transfer of risk and choice of model triggers different rules. Oslo Børs therefore considers the transaction as a sale from the Ministry to Lehman as a trade under reporting obligations mentioned above.

This decision does not restrict Oslo Børs from imposing other sanction according to the Stock Exchange Regulations chapter 25 or Norex Member Rules, nor from reporting the breach to the authorities.

### **7.2.2 Lehman Brothers Int. (Europe) – overtredelse av rapporteringsplikt som børsmedlem (børsstyresak av 02.09.2004)**

#### 1. Sakens faktum

Olje og Energidepartementet opplyste i en pressemelding før børsåpning 7. juli 2004 at de hadde solgt 100 mill aksjer i Statoil ASA gjennom et blokk salg etter børs slutt dagen før. Meldingen opplyser at salget er plassert gjennom Lehman Brothers Int (Europe) etter en internasjonal budrunde hvor Lehman er forventet å plassere aksjene videre til norske og utenlandske institusjonelle investorer. Det opplyses at det samtidig legges opp til et salg til private til samme pris som det de institusjonelle investorene betaler. Departementet sier videre i pressemeldingen at prisen først vil bli offentliggjort senere av forretningsmessige årsaker knyttet til det påfølgende salget fra Lehman Brothers til investorer i markedet.

Børsen var orientert om salget i telefon fra statens rådgiver Jon Gunnar Pedersen til børsdirektøren kvelden i forveien.

Basert på meldingens innhold tok markedsovervåkingen kontakt med Lehman ca kl.09:15 med tanke på å få avklart om staten hadde solgt aksjene til Lehman på egen bok, og i så fall forsikre seg om at Lehman rapporterte handelen innen 09:45 slik handelsreglene krever. Lehman responderte at staten hadde solgt aksjene, men at salget ikke var å betrakte som gjennomført før aksjene var plassert videre i markedet av Lehman. Advokat Anders Arnkværn som var statens juridiske rådgiver opplyste på forespørsel at staten hadde gjennomført et salg til Lehman på alminnelige betingelser.

Børsen tok igjen kontakt med Lehman og krevde rapportering av salget. Tidspunktet 09:45 ble oversittet. I mellomtiden var det flere andre meglerhus som ringte til markedsovervåkingen og lurte på om ikke Lehman skulle offentliggjøre prisen. Da klokken nærmet seg 10:00 bestemte markedsovervåkingen seg for å børs pause STL under henvisning til mulig ulik informasjon i markedet.

Markedsovervåkingen mottok på morgenen en epost fra Lehman om at de foresto en bookbuilding i markedet innenfor intervallet NOK 84,50 og 85 pr aksje. Tilsvarende opplysninger fremgikk på Reuters, men uten at det fremgikk om dette var et rykte eller basert på en melding fra Lehman.

Diskusjonene mellom markedsovervåkingen og Lehman fortsatte etter det. Kravet om rapportering ble ikke fulgt og børs pausen opphevet ca kl. 10:40. Børsen overførte i stedet statoilaksjen til særlig observasjon og med en med under henvisning til at Lehman var instruert til å rapportere transaksjonen.

Deretter tok Lehmans norske advokat Svein Gerhard Simonæs i advokatfirmaet BAHR kontakt med børsen og argumenterte med at transaksjonen ikke hadde karakter av kjøp som var meldepliktig, men av å være et meglingsoppdrag som ikke var avsluttet før Lehmans videresalg var avsluttet. Med bakgrunn i kjøpskontrakten og bakgrunnsinformasjonen som var oversendt børsen på forespørsel, ble det konkludert med at rapporteringsplikten ikke var tvilsom.

På denne bakgrunn ble det kl 14.28 truffet vedtak om løpende daglig mulkt på NOK 500.000 dersom transaksjonen ikke var meldt innen kl 15.00 samme dag og deretter daglig fra kl 09.45 neste dag.

Omtrent samtidig rapporterte Lehman en transaksjon av de videresolgte aksjene til kurs 85, mens kjøpet fra staten fortsatt ikke var meddelt.

Selskapet tok muntlig kontakt med børsen ca kl 14.50 og opplyste at de ville rapportere innen kl 15.00. Siden det ikke ble rapportert noen transaksjon innen kl. 15:00 tok børsen igjen kontakt med Lehman kl 15.11 som opplyste at transaksjonen skulle vært rapportert. Først kl 15:19 og 15:23 ble det rapportert to blokkhandler hver på 50 millioner aksjer til kurs kr 84.30. Lehman bekreftet på forespørsel at det var tale om statens nedsalg som nå var rapportert, og at todelingen og forsinkelsen etter kl 15.00 skyldtes at deres frontsystemer ikke klarte å rapportere så store transaksjoner som 100 millioner aksjer.

Etter ønske fra representanter for Lehman som likevel var i Oslo ble det påfølgende dag avholdt et møte med børsen der også statens rådgiver Jon Gunnar Pedersen deltok. Foretaket var da primært opptatt av hva som kunne gjøres for å unngå lignende situasjoner i fremtiden. Uten at saken og regelverket var tema i seg selv, ble rapporteringsplikten ikke bestridt, men saken forklart med at de fikk uriktig rettsråd. Foretaket opplyste også at bookbuildingen ble avsluttet før planlagt på grunn av børsens press, og at dette førte til at amerikanske investorer ikke fikk delta i kjøpet. Statoil har en stor andel amerikanske aksjonærer. Lehman har i ettertid også beklaget den meget store presseoppmerksomheten regelbruddet har fått.

## 2. Rapporteringsregler og sanksjonsregler

Rapporteringsplikten følger primært av Norex medlemsregler NMR 5.6.13 som angir at transaksjoner der medlemsforetaket tar del – enten på egen eller kundes regning som gjøres utenom børsystemet og utenom handelssystemets åpningstid, skal meldes senest 15 minutter før handelsstart påfølgende børsdag. Disse opplysningene skal offentliggjøres straks av børsen. Det er utgitt en særskilt veiledning for rapporteringsreglene der det blant annet er presisert at medlemmets rapporteringsplikt for handel for egen regning gjelder hvor medlemmet løper en form for prisrisiko for handelen. Etter NMR 5.6.13 kan utenlandske medlemmer som håndterer sitt medlemskap fra en filial, kun behøve å rapportere handler som filialen selv har forestått.

I tillegg krever verdipapirhandelloven § 9-4 at alle verdipapirforetak straks skal melde til børsen transaksjoner i finansielle instrumenter børsnotert i Norge. Bestemmelsen inneholder intet om at disse skal offentliggjøres og har sin bakgrunn i investeringstjenestedirektivets krav om at alle verdipapirforetaks transaksjoner skal rapporteres til myndighetene. Det er imidlertid antatt og praktisert offentliggjøring av slike opplysninger med hjemmel i børsloven § 5-3 der det heter at børsen skal offentliggjøre kursnoteringene som etter bestemmelsen blant annet består av avsluttede handler rapportert til børsen.

Løpende mulkt ble ilagt med hjemmel i NMR 4.11.11. Vi har i ettertid sett at denne kun gjelder for børsrepresentanter, mens 4.11.9 som omhandler sanksjoner for medlemsforetaket ikke inneholder løpende mulkt som sanksjon.



Lehman har i ovennevnte møte og i epost forespurt om det faktisk påløp løpende mulkt ettersom foretaket faktisk forsøkte og mente å rapportere innen kl 15.00. Administrasjonens tilbakemelding har vært at det påløp mulkt, men at dette kan ettergis eller omgjøres dersom særlige grunner taler for det, men at en slik vurdering naturlig vil gjøres av børsstyret, og da etter en skriftlig henstilling fra Lehman. Samtidig har vi i brev formelt varslet Lehman om at det kan være aktuelt å anvende overtredelsesgebyr som er hjemlet i NMR 4.11.9 i stedet for eller i tillegg til løpende mulkt.

Lehman har i epost av 23. august 2004 meldt at de for å unngå ytterligere publisitet om saken ønsker å vedta den løpende mulkten uten ytterligere kommentarer gitt den presseomtale som allerede har vært.

### 3. Børsens vurdering

For børsen fremstår overtredelsen av kl 15.00 som relativt tilforlatelig. Derimot foreligger en overtredelse fra kl 09.45 til kl 15.20 av en meget betydelig post. Særlig synes overtredelsen graverende i lys av det meget sterke press som har vært for å rapporteringen i pågang fra administrasjonen og et så vidt uvanlig skritt som børs pause ved manglende handelsinformasjon. Imidlertid kan det reises spørsmål om betydningen av den manglende rapporteringen for prisingen av aksjen ettersom prisintervallet i bookbuildingen var kjent fra morgenen av og man av det med relativt stor presisjon kunne anta omtrent hva Lehman hadde betalt for aksjene. At dette ikke er informasjon som ville tilflytt markedet om et utenlandsk ikke-medlem hadde gjort transaksjonen eller Lehman hadde organisert seg med adskilte filialer, og at Lehmans kjøp ville vært gjenstand for utsatt offentliggjøring i de aller fleste markeder utenfor Norden, reduserer også sakens alvor. Likevel er det børsens oppfatning at forholdet er så vidt alvorlig at det tilsier et overtredelsesgebyr. Sakens omstendigheter tatt i betraktning synes det passende å ilegge de påløpte NOK 500.000 som overtredelsesgebyr i stedet for som løpende mulkt.

Herværende behandling har således ingen betydning for Lehman, som også har akseptert mulkten på NOK 500.000. Den formelle mangelen i det første vedtaket tilsier imidlertid at det formuleres et nytt vedtak.

#### Vedtak

Lehman Brothers Int (Europe) ilegges med hjemmel i Norex Member Rules 4.11.9 overtredelsesgebyr på kroner 500.000 for brudd på rapporteringsregelen i Norex Member Rules 5.6.13. Vedtaket kan påklages til børsklagenemnden etter reglene i børsforskriften kap 26. Klagefristen er to uker.

Samtidig oppheves børsens vedtak av 7. juli 2004 der Lehman Brothers Int (Europe) ilegges løpende mulkt.

## 7.3 NOREX MEMBER RULES/HANDELSREGLER

### 7.3.1 NOREX Member Rules - New version 1.4 (brev til medlemmene 22.09.2004)

The NOREX exchanges will issue a new version of the NOREX Member Rules (NMR), which will enter into force on September 27, 2004.

The main purpose with the new version is to include Helsinki Stock Exchange in to the NMR. In addition hereto some other changes have been included.

Some of the most important changes are the following:

- The description of the NOREX cooperation has been revised.
- The definitions and abbreviations have been revised.
- The terms "On-Exchange Trades" and "Off-Exchange Trades" have been replaced with "Automatically Matched Trades" and "Manual Trades". The earlier expression "Off-Exchange" is an inappropriate expression since this trading is actually performed on the exchange, i.e. by members and according to the NMR.
- The term "Program Trading" have been replaced with "Automated Trading" which better describes the relevant type of trading.
- The term "Short Trading Halt" have been replaced with "Matching Halt" which is concurrent with SAXESS terminology.
- The obligation to store information on orders etc entered via Automatic Order Routing cf. 4.9.11 has been abolished.
- Cf. 3.3.7 will be deleted and a member will have access to SAXESS-information only from the NOREX Exchanges where he is a member.
- A revision of the different Trade Types has been done.

Attached is a marked copy version of the rules where all the changes can be found.

The Securities Dealers' Associations in the NOREX countries have been consulted on the changes.

NOREX Member Rules version 1.4 can be found on [www.norex.com](http://www.norex.com) from September 6, 2004 and in the national languages on the following web pages:

[www.cse.dk](http://www.cse.dk)  
[www.hex.com](http://www.hex.com)  
[www.icex.is](http://www.icex.is)  
[www.oslobors.no](http://www.oslobors.no)  
[www.stockholmsborsen.se](http://www.stockholmsborsen.se)

### **7.3.2 Survey on delayed dissemination for risk trades (høringsnotat av 22.12.2004)**

Høringsnotatet er publisert på <http://www.oslobors.no/ob/hoeringer>

### **7.3.3 Børsloven § 5-4 femte ledd - børsmedlemmers plikt til å avgi lydopptak til børsen (brev av 23.06.2004)**

Som avtalt i gårsdagens samtale ber Oslo Børs med dette om Kredittilsynets vurdering av om børsloven § 5-4 femte ledd hjemler et pålegg til et børsmedlem om å avgi lydopptak av samtaler mellom megler og kunder til børsen. I motsatt fall antas lydopptakene i forhold til børsen å være omfattet av verdipapirforetakets taushetsplikt etter verdipapirhandelloven § 9-8.

Saken har sitt utgangspunkt i en konkret sak der [Børsmedlem] etter anmodning om utlevering bestrider børsens hjemmel, og nekter utlevering. Siden børsmedlemmets anførsler er generelle, ser vi det som naturlig å ta tolkningsspørsmålet opp uavhengig av den konkrete saken. Dersom Kredittilsynet er enig i at børsen har den nødvendige hjemmel vil opprettholde sitt pålegg om utlevering, og eventuelt suppleres med løpende mulkt etter børsloven § 5-13. Både pålegget og en eventuell mulkt vil kunne påklages til børsklagenemnden. Meglerforetaket er inneforstått med herværende forespørsel.

Kredittilsynets tolkning er av betydning fordi Kredittilsynet har tilsyn med børsens virksomhet, jf børsloven § 8-1 og fordi Kredittilsynet sammen med børsen har tilsyn

med de de adferdsregler undersøkelsene gjelder. Dersom børsmedlemmets tolkning legges til grunn vil dette føre til store endringer i den arbeidsdeling børsen og Kredittilsynet har i dag. I praksis vil børsens undersøkelser måtte avsluttes på et tidligere stadie og saker enten unnlates sendt eller sendes på et svakere grunnlag enn i dag.

Hensynet til videre undersøkelser i den aktuelle sak og i andre saker gjør det ønskelig å få et raskt svar fra Kredittilsynet. Vi forsto i gårsdagens samtale at Kredittilsynet ville prioritere saken.

#### Børsloven § 5-4 femte ledd

Børsloven § 5-4 femte ledd lyder:

"Børsmedlemmer samt tillitsvalgte og ansatte hos børsmedlem er uten hinder av taushetsplikt forpliktet til å gi vedkommende børs de opplysninger som er nødvendig for at den skal kunne oppfylle sine plikter etter denne lov og annen lovgivning."

Børsmedlemmet har gjort gjeldende at bestemmelsen ikke gir hjemmel for å kreve lydopptak fordi lydopptak ikke anses som "opplysninger", og fordi opptakene ikke er nødvendige for at børsen skal oppfylle sine lovbestemte plikter.

#### Er lydopptak "opplysninger"

En snever tolkning av ordet "opplysninger" vil være begrenset til forhold omtalt i samtalen som verdipapirforetaket kan meddele børsen på spørsmål. Dette vil f eks være kundens identitet og svar på presise spørsmål. Selve samtalen/utskriften og dokumentasjon f eks sluttsedler vil falle utenfor en slik tolkning.

En videre tolkning vil omfatte selve samtalen i form av lydopptak og da fordi bare samtalen i seg selv ofte vil være egnet til å fylle børsens opplysningsbehov. Dette illustreres i Borgarting lagmannsretts dom 3. mai (Thommassen) og flere andre dommer der nettopp detaljene i telefonsamtalene var avgjørende opplysninger for om det forelå et straffbart forhold eller ikke. Med slike straffbare forhold vil en snever forståelse av "opplysninger" ikke være egnet til å opplyse forholdet.

At telefonsamtaler også inneholder overskuddsinformasjon og personlige forhold om kunder tilsier at det utvises en viss forsiktighet med å tolke bestemmelsen utvidende. Vår vurdering er at både den snevre og den videre tolkning vil være forsvarlig tolkning av ordlyden, og at tolkningen derfor må bero på andre rettskildefaktorer.

At verdipapirforetakenes opplysningsplikt overfor Kredittilsynet i verdipapirhandelloven § 12-2 første ledd er presisert til å gjelde utlevering av dokumentasjon og lydopptak kunne tyde på at børslovens opplysningsbestemmelser utelukker dette. Slik sammenligning av lovbestemmelser ville vært et tungveiende argument dersom lovbestemmelsene hadde samme tilblivelseshistorie og var vurdert av lovgiver i sammenheng. Når dette ikke er tilfelle må hver bestemmelse vurderes for seg.

Børsens praksis med å kreve utlevert lydopptak fra børsmedlemmer har i praksis ikke vært bestridt. Dette skjer jevnlig som ledd i børsens markedsovervåking. Dette er også beskrevet i Ot prp nr 68(2002-2003) i lovforslaget som pålegger verdipapirforetak å foreta lydopptak som riktignok ikke direkte omhandler børsloven § 5-4 femte ledd, men som forutsetter at denne omfatter lydopptak. I Norges Fondsmeglerforbunds høringssvar som er referert er nettopp børsens bruk av slike opptak fremhevet som et argument mot departementets forslag til lovpålegget om å foreta opptak, uten at børsens hjemmel til å kreve opptakene er bestridt, se Ot prp pkt 16.3.3. Departementet forutsetter også at børsen har slik hjemmel(pkt 16.3.4 sjettede avsnitt):

"Etter departementets oppfatning står reglene om taushetsplikt for Kredittilsynet og *børsen* sentralt i vurderingen av hvorvidt verdipapirforetakene bør pålegges en plikt til å foreta lydopptak. De opplysninger som eventuelt vil fremkomme av slike opptak bør underlegges en strengt konfidensielle behandling fra tilsynsmyndighetenes side." (vår kursivering)

Børsloven § 5-4 femte ledd er en videreføring av børsloven av 1988 § 4-8. At ordlyden ikke ble endret med børsloven av 2000 skyldtes av man ikke så behov for dette. Bestemmelsen ble ansett å ha tilstrekkelig hjemmel til å få utlevert de opplysningene børsen hadde behov for.

Verdipapirhandelens opplysningsbestemmelser er supplert en rekke ganger sist med den lovendring som påla verdipapirforetakene å foreta lydopptak. Det synes av forarbeidene som om endringen av § 12-2 ble ansett som en presisering av allerede gjeldende rett. Det vises til Kredittilsynets rundskriv 9/1998 om verdipapirforetaks opplysningsplikt overfor Kredittilsynet fra før lovendringen knyttet til lydopptak der det fremgår at opplysningsplikthjemlene ikke innebærer noen form for begrensninger med hensyn til hvordan opplysningene fremkommer samtidig som lydbåndopptak nevnes spesifikt (rundskrivet pkt 5.1). Denne omtalen gjelder også opplysningsplikten i verdipapirhandelens § 12-2 femte ledd som i motsetning til øvrige hjemler ikke presist nevner krav om utlevering av dokumentasjon. Bestemmelsen har en noe annen utforming og virkeområdet, men illustrerer slik vi har forstått det at Kredittilsynet synes å ha lagt en vid forståelse av begrepet "opplysninger" til grunn også i verdipapirhandelloven.

Samlet sett synes dette å tilsi at "opplysninger" i børsloven § 5-4 femte ledd omfatter også lydopptak.

#### Er lydopptak nødvendig for at børsen skal oppfylle sine lovbestemte plikter?

[Børsmedlemmet] anfører at siden Kredittilsynet har hovedansvaret for overholdelse av forbudet mot innsidehandel og kursmanipulasjon er det ikke børsens plikt å foreta undersøkelser gjennom innhenting av lydopptak fra verdipapirforetak. Børsen skal i følge foretaket rapportere en eventuell mistanke til Kredittilsynet som selv om gjøre de nærmere undersøkelser.

Børsen skal etter børsloven § 5-11 første ledd første pkt *"overvåke handelen og kursnoteringene og sørge for at dette skjer i overensstemmelse med lov og forskrifter samt børsens regler og forretningsvilkår"*. Plikten er utdypet i Finansdepartementets forskrift av 30. mars 2001 nr 319 om markedsovervåkning. I § 2 nr 3 fremkommer at børsens markedsovervåkning skal være organisert for å ha kapasitet til å *"innhente informasjon fra ...medlemmer"*. I § 3 pålegges børsen en plikt til *"å foreta nærmere undersøkelser for å få bekreftet eller avkreftet mistanke(n)"*. Nøyaktig hva slike undersøkelser skal gå ut på er ikke presisert her eller i samarbeidsavtalen mellom Kredittilsynet og børsen. Etter vedlegget til samarbeidsavtalen er børsen tillagt å foreta innsamling av bevis. At forskriften § 4 om oversendelse fra børsen til Kredittilsynet refererer til *"interne undersøkelser"* kan leses som en forutsetning om en begrensning i børsens undersøkelsesplikt. Vi har verken i høringsnotatet til forskriften eller under vårt samarbeid med Kredittilsynet funnet noen indikasjoner på at dette begrenser børsens plikt til å undersøke mistenkelige forhold til å ekskludere dokumentasjon og lydopptak fra børsmedlemmer.

Som nevnt er børsloven § 5-4 femte ledd en videreføring av børsloven av 1988 § 4-8. I forarbeidene til denne bestemmelsen heter det bl a (Ot prp nr 83 (86-87) side 105):

Med "børsens plikter" tenker en blant annet på børsens tilsynsplikter etter lovutkastet § 1-4, børsens plikt til å kontrollere at den virksomheten som skjer på børsen er i overensstemmelse med lov og forskrifter, og børsens plikt til å påse at

kursnoteringene og omsetningen forestår på en tilfresstillende måte. Bestemmelsen innebærer at børsen har en vid adgang til å kreve opplysninger, men børsen kan naturligvis ikke kreve opplysninger som ikke har sammenheng med børsens plikter. Spørsmålet om hva som er nødvendige opplysninger for børsens plikter er av objektiv art og ikke fullt ut overlatt børsens eget skjønn. Det vil imidlertid måtte legges betydelig vekt på hva børsen selv anser som nødvendig i denne sammenheng. Det kan på den annen side ikke legges særlig stor vekt på hva den somer pålagt opplysningsplikten mener om dette spørsmål. "

En viss presisering finnes også i medlemreglene, Norex Member Rules 3.7.3. Bestemmelsen regulerer forholdet mellom børsen og børsmedlemmene er og er forelagt tilsynsmyndighetene i henhold til børsloven § 5-1. I bestemmelsen heter det blant at børsens egen vurdering av nødvendigheten skal legges til grunn ("deem necessary") og at opplysningene skal gis børsen på den måte som børsen ber om.

Børsen mener på denne bakgrunn og den for myndighetene lange og kjente praksis at børsens lovbestemte plikt til å drive markedsovervåkning i visse tilfeller også innebærer en plikt til å foreta undersøkelser av mistenkelige forhold, herunder innhente lydopptak fra børsmedlemmer.

Vi ser at lovbestemmelsen med hell kunne hatt en noe mer presis utforming, men kan ikke se at det er avgjørende i forhold til børsens hjemmel. Således anser vi at et pålegg i medhold av børsloven § 5-4 femte ledd forplikter børsmedlemmet til å utlevere angitte lydbånd uten hinder av taushetsplikten.

Vi imøteser Deres snarlige tilbakemelding. [Kredittilsynet har i brev sagt seg enig i konklusjonen.]

#### **7.3.4 Verdipapirforetakets rapporteringsplikt – spørsmål om avgrensning innen foretaket (e-post av 29.08.2003 til Kredittilsynet)**

Spørsmålet er i utgangspunkt generelt, men er oppstått av en konkret hendelse som jeg for ordens skyld tar utgangspunkt i.

DnB ASA (DnB) solgte den 18. juni 2003 5.211.600 aksjer i Gjensidige NOR ASA. Aksjene var eid av DnB og var en del av bankens alminnelige investeringsportefølje. DnB er børsmedlem både på aksje- og obligasjonsmarkedet. Selve virksomheten til DnB er organisert i flere avdelinger hvorav investeringstjenestevirksomheten foregår gjennom avdelingen DnB Markets. Ettersom DnB er det rettssubjekt som er børsmedlem hos oss og verdipapirforetak, ba vi om at handelen ble meldt i handelssystemet, hvilket ble gjort, som om handelen ble gjort uten at DnB markets var mellommann. DnB har imidlertid tatt opp med oss om dette er riktig forståelse, hvilket vi søker å avklare for senere praksis.

Rapporteringsplikten er både hjemlet i verdipapirhandelloven § 9-4 som gjelder "verdipapirforetaket" og børsens handelsregler som gjelder "børsmedlem". Vårt spørsmål til Kredittilsynet gjelder naturligvis kun forståelsen av verdipapirhandelloven, og kan - uten at det så langt er vurdert - tenkes tolket annerledes etter børsforskriften.

Spørsmålet er om det med "verdipapirforetaket" siktes til den del av virksomheten som drives med slik konsesjon, eller om det gjelder hele det foretaket som har konsesjon.

Et tredje alternativ, at det bare gjelder transaksjoner som gjøres som ledd i investeringsvirksomheten, mener vi nokså klart at vi være en for snever avgrensning. Verdipapirhandelloven regulerer jo uttrykkelig også verdipapirforetakets handel som ledd i alminnelig kapitalforvaltning og således ikke konsesjonspliktig, jf § 8-5, uten at det er avgrenset mot dette i § 9-4. Så sant ikke det er sagt noe annet antar vi derfor at handel

som ledd i alminnelig kapitalforvaltning omfattes av reglene i verdipapirhandelloven, jf f eks § 9-3 og særskilte forskrifter om journalføring m v.

Av forarbeidene til § 9-4 følger at bestemmelsen er en implementering av ISD direktivet, art. 14 nr. 3. Rapporteringsplikten for børsmedlemmer fremkom tidligere av bf. § 13-3, og var forholdsvis detaljert. Bestemmelsen er imidlertid endret og rapporteringsplikten i § 13-3 ble opphevet. Dette ser ut til å ha skjedd som følge av ny verdipapirhandellov og for å gjøre det enklere å utarbeide handelsregler i tilknytning til nytt handelssystem.

Når det gjelder rapporteringsplikten i vphl. §9-4, er det en videreføring av tilsvarende bestemmelse i verdipapirhandelloven av 1985 §5-4. Av forarbeidene til bestemmelsen fremkommer (NOU 1995:1, kap. 5.4.10.1):

"Børsregelverket har ikke bestemmelser om plikt til å handle børsnoterte verdipapirer over børs. Det fremgår imidlertid av børsforskriften § 13-3 at handler i børsnoterte papirer som foretas «utenfor børs», straks skal meldes til børsen. Handler som foretas utenfor børs tid skal registreres innen neste børsåpning. Bestemmelsen gjelder et hvert foretak som er gitt børsmedlemsskap. Børsmedlemsskap kan gis foretak som har tillatelse til å drive fondsmegling etter vphl.

For å fullt ut sikre at investorene har anledning til å kontrollere under hvilke forhold deres ordre er utført, foreslås det en bestemmelse i vphl. om at formidling av handel i finansielle instrumenter notert på norsk børs må foretas over børs eller dersom handelen foretas utenfor børs, straks meddeles børsen.

Bestemmelsen er lite praktisk i forhold til norske fondsmeglerforetak pr. i dag, idet alle er børsmedlemmer. Det er likevel mulig at dette kan forandre seg, og bestemmelsen foreslås derfor også gjort gjeldende for norske foretak. Utvalget viser forøvrig til at ISD art. 20 stiller krav til at investeringsforetakene holder relevante opplysninger om handel med instrumenter som omsettes på et regulert marked, tilgjengelig for hjemlandsmyndighetene. Bestemmelsen er nærmere kommentert under kapittel 7 om tilsyn, sanksjoner m.v."

Og videre i Ot prp. Nr. 15 (1995-96):

"Departementet foreslår på bakgrunn av ISD art. 14 nr. 3 at verdipapirforetak som yter investeringstjenester i Norge skal melde inn transaksjoner knyttet til finansielle instrumenter børsnotert i Norge, til den norske børsen. Melding skal sendes straks avtale er inngått. Forslaget er etter departementets syn i samsvar med utvalgets forslag. En transaksjon som er foretatt over børs vil anses å være meldt."

[Kredittilsynet har muntlig svart børsen at deres oppfatning er at det her må antas å være rapporteringsplikt, men at dette ikke er grundig utredet.]

## **8. INNSIDE – MELDEPLIKT – FLAGGING**

### **8.1 FLAGGING**

#### **8.1.1 Flagging – betingede opsjonsavtaler (e-post av 18.08.2004)**

Fra e-post 18. august på vegne av selskapets långiver:

Det vises til mine samtaler vedrørende spørsmålet om den nye konvertible trekkfasiliteten i Selskapet ASA skal flagges i hht. vphl. § 3-2 på tegningstidspunktet (dvs. i morgen).

Trekkfasiliteten er konvertibel og innebærer således en rettighet til å erverve aksjer i Selskapet ASA. Tegnerne av lånet vil imidlertid ikke oppnå noen rettighet til å konvertere

før Selskapet ASA eventuelt trekker på trekkfasiliteten. Långiverne kan ikke fremprovosere et slikt trekk. For helhetens skyld nevnes også at trekkfasiliteten skal reduseres krone for krone med tegnet beløp i reparasjonsemisjonen i Selskapet ASA som skal gjennomføres i første halvdel av september.

På denne bakgrunn er vi av den oppfatning at långiverne ikke erverver noen rettighet til å erverve aksjer i Selskapet ASA i henhold til lånet før Selskapet eventuelt trekker på lånet og at flaggeplikten etter vphl. § 3-2 først inntreffer på dette tidspunkt.

[Långiver] ønsker som nevnt å få avklart om denne oppfatning er korrekt og har etter det jeg forstår snakket med børsen om at dette forutsetter en skriftlig henvendelse. Vi ber derfor om deres syn på ovennevnte spørsmål.

Ta gjerne kontakt dersom dere har spørsmål i denne forbindelse.

E-post med svar fra Oslo Børs 18. august:

Viser til tidligere samtaler med deg.

Verken lov eller forarbeider gir direkte svar på om betingede rettigheter medfører flaggeplikt. I TFF 3/99 s. 224 skrives; "[O]m flaggeplikten omfatter betingede opsjonsavtaler er noe usikkert."..."At en rettighet er betinget kan derfor ikke være egnet som avgrensning av hvilke rettigheter som skal flagges". Etter vår mening tilsier dette at man normalt må foreta en konkret vurdering i hvert enkelt tilfelle om det foreligger noen realitet i betingelsen. Dersom retten er betinget av en reell "hindring" utenfor rettighetshaverens kontroll, taler mye for at det først er når betingelsen faller bort at flaggeplikten for rettigheten inntreffer.

I denne saken vil banken først kunne benytte seg av konverteringsretten når Selskapet ASA faktisk trekker på lånefasiliteten. Det er først på dette tidspunkt banken har en ubetinget og selvstendig rett til å konvertere, og således oppnår en ubetinget mulighet til å øke sin innflytelse i selskapet. En melding med en gang kan i sin ytterste konsekvens være mer forvirrende for markedet enn om melding først sendes når retten evt. blir ubetinget.

Videre er forholdet omhandlet i prospektet, beskrevet i børs melding, og (slik jeg forstod rådgiver) også vil bli nevnt i meldingen som långiverne kommer til å sende siden de ubetinget bryter flaggegrensen. Markedet er således godt informert.

Oslo Børs er således av den oppfatning at forholdet neppe medfører flaggeplikt før det trekkes på lånefasiliteten. Men vi understreker at det er KT som er ansvarlig for å håndheve flaggeregelverket, og børsens oppfatning er ikke bindende for dem. Dette var også bakgrunnen for det råd børsen ved sin markedsovervåking ga dere tidligere i dag.