

BØRSRETTSDAGENE

29. OG 30. JANUAR 2007

Vedtak og uttalelser 2006

Juridisk direktør Atle Degré

Innholdsfortegnelse

1.	INNLEDNING.....	5
1.1	GENERELT	5
1.2	INFORMASJON PÅ WWW.OSLOBORS.NO	5
1.3	OVERSIKT OVER BØRSSIRKULÆRER 2006	6
2.	PROSPEKTPLIKT	6
2.1	OVERSIKT OVER KONTROLLERTE PROSPEKTER OG TILBUKSDOKUMENTER I 2006.....	6
2.2	NYE PROSPEKTREGLER.....	9
2.2.1	<i>Rettskilder, sjekklister og oversikt over kontrollerte prospekter.....</i>	<i>9</i>
2.2.2	<i>Kontroll, godkjenning og offentliggjøring av prospekt (børssirkulære nr. 3/2006).....</i>	<i>10</i>
2.2.3	<i>Commission Regulation (EC) No 1787/2006 of 4 December 2006.....</i>	<i>10</i>
2.3	PROSPEKTPLIKT.....	10
2.3.1	<i>Vphl § 5-4 nr. 10 – Unntak ved tilbud med enkeltstørrelser på minst 50.000 Euro (e-post av 29.05.2006).....</i>	<i>10</i>
2.3.2	<i>Spørsmål om prospektplikt – Aksjelån – Rettet emisjon (e-post av 24.01.2006)</i>	<i>10</i>
2.3.3	<i>Prospektplikt – noteringsprospekt – 12-måneders beregning (e-post av 21.12.2006)</i>	<i>11</i>
2.3.4	<i>Beløp som skal beregnes over en 12 mnd periode i hhv VPHL § 5-2 og § 5-7 (e-post av 28.03.2006)</i>	<i>11</i>
2.3.5	<i>Media Norge ASA - fusjonsprosess – prospektplikt (brev av 29.09.2006).....</i>	<i>11</i>
2.3.6	<i>Prospectus obligation in relation to Employee Option schemes (e-post av 28.09.2006)</i>	<i>13</i>
2.3.7	<i>Notering på Oslo Børs – overføring av myndighet til å godkjenne prospekt (brev av 15.11.2006).....</i>	<i>14</i>
2.3.8	<i>Spørsmål om et prospekts varighet/tilleggsprospekt (e-post av 13.11.2006)</i>	<i>14</i>
2.3.9	<i>Prospektdirektivet - spørsmål om beregning av tegnings- og tildelingsbeløp ved utarbeidelse av prospekt (brev av 26.10.2006).....</i>	<i>15</i>
2.3.10	<i>Repant ASA – tidspunkt for vurdering av om et tilbud gjelder et beløp på minst EUR 2.500.000 (brev av 17.03.2006)</i>	<i>16</i>
2.3.11	<i>Spørsmål om forskrift om profesjonelle investorer (e-post).....</i>	<i>17</i>
2.3.12	<i>Kapitalforhøyelse kombinert med warrants (e-post av 29.09.2006).....</i>	<i>18</i>
2.3.13	<i>Fisjonfusjon – prospektplikt (e-post av 16.01.2007).....</i>	<i>18</i>
2.4	PROSPEKTERS INNHOLD OG FORM.....	20
2.4.1	<i>Krav til verdivurdering/leieinntekter for eiendomsselskaper (e-post av 06.07.2006)</i>	<i>20</i>
2.4.2	<i>Krav til verdivurdering av eiendommer (e-post)</i>	<i>20</i>
2.4.3	<i>Krav om verdivurdering av eiendomsportefølje som ikke eies av utsteder, men av det fond utsteder investerer i (e-post av 17.10.2006)</i>	<i>21</i>
2.4.4	<i>Incorporation by reference (e-post av 21.06.2006).....</i>	<i>22</i>
2.4.5	<i>Prospekt og vedlegg – samme språk (e-post av 01.06.2006).....</i>	<i>22</i>
2.4.6	<i>Ansvarserklæring ved kombinert emisjon/nedsalg – vphl § 5-18 (e-post av 09.05.2006)</i>	<i>22</i>
2.4.7	<i>Obligatorisk innholdsrekkefølge - "Important Notice" (e-post av 29.03.2006).....</i>	<i>23</i>
2.4.8	<i>Concerning exemption from the three-year listing requirement – prospectusdirective – proforma financial information (brev av 20.02.2006) ...</i>	<i>23</i>
2.4.9	<i>Finansiell informasjon i prospekt – selskap som har eksistert mindre enn ett år (e-post av 22.11.2006)</i>	<i>23</i>
2.4.10	<i>Opptaksprospekt i notert selskap – krav om opplysninger om tilbudet (e-post av 08.11.2006)</i>	<i>24</i>
2.5	OFFENTLIGGJØRING/ANNONSERING	24
2.5.1	<i>Kritikk for annonsering i strid med vphl. § 5-20 og børsens retningslinjer.....</i>	<i>24</i>
3.	OPPTAK TIL BØRSNOTERING.....	26

3.1	NYE SELSKAPER PÅ OSLO BØRS I 2006	26
3.2	NYE BØRSREGLER.....	27
3.2.1	<i>Nye børsregler om opptak av aksjer/grunnfondsbevis og obligasjoner samt løpende forpliktelser for utstedere (børssirkulære nr. 7/2005)</i>	27
3.2.2	<i>Høring – Endring i børsregler for børsnoterte selskaper – Regler for Oslo Axess (brev av 20.12.2006)</i>	27
3.3	OPPTAKSVILKÅR.....	29
3.3.1	<i>Concerning exemption from the three-year listing requirement – prospectusdirective – proforma financial information (brev av 20.02.2006)</i> ...	29
3.3.2	<i>X Ltd – redegjørelse i forbindelse med planlagt notering på Oslo Børs (brev av 02.03.2006)</i>	31
3.3.3	<i>Endring i opptaksprosess for aksjer, og enkelte avgifter (børssirkulære nr. 6/2006)</i>	32
3.3.4	<i>Notering av Europeisk Selskap (SE) ved Oslo Børs (e-post av 25.10.2006)</i>	32
3.4	OBLIGASJONER.....	34
3.4.1	<i>Overføring av notering av lån mellom børsmarkedet og ABM (børssirkulære nr. 4/2006)</i>	34
3.4.2	<i>Overgang til IAS for låntakere med børsnoterte lån og overføring av lån til ABM (børssirkulære nr. 8/2006)</i>	34
4.	STRYKNING/SUSPENSJON	34
4.1	SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING I 2006.....	34
5.	INFORMASJONSPLIKT – UTSTEDERFORPLIKTELSER.....	34
5.1	NYE REGLER.....	34
5.1.1	<i>Nye EU-regler om offentliggjøring av opplysninger – orientering (børssirkulære nr. 7/2006)</i>	34
5.1.2	<i>Høring – Endring i børsregler for børsnoterte selskaper – Regler for Oslo Axess (brev av 20.12.2006)</i>	35
5.1.3	<i>Årlig oversikt over offentliggjort informasjon – ny funksjonalitet i meldingssystemet (brev av 13.03.2006)</i>	35
5.1.4	<i>Guidelines for the disclosure of hydrocarbon reserves, contingent resources and results from exploration activities (børssirkulære januar/februar 2007)</i> ..	36
5.2	INFORMASJONSPLIKT	36
5.2.1	<i>Global Geo Services ASA – Overtredelse av informasjonsplikt (børsstyresak av 19.12.2006)</i>	36
5.2.2	<i>Opticom ASA – overtredelsesgebyr for brudd på informasjonsplikt og likebehandling (Børsklagenemndens sak 2/2006)</i>	49
5.2.3	<i>Aktiv Kapital ASA – søknad om dispensasjon fra børsforskriftens frist for offentliggjøring av delårsrapport (brev av 28.02.2006)</i>	49
5.2.4	<i>Concerning exemption from the three-year listing requirement - prospectusdirective – proforma financial information (brev av 20.02.2006)</i> ...	50
5.2.5	<i>Proformataill ved oppkjøp - terskelverdier (brev av 17.07.2006)</i>	50
5.2.6	<i>Resultatvarsel og informasjonsplikt (e-post av 31.10.2006)</i>	51
5.2.7	<i>Krav til språk i børsmeldinger (brev av 03.10.2006)</i>	52
5.3	OVERGANG TIL INTERNASJONALE REGNSKAPSSTANDARDER IAS – IFRS	53
5.3.1	<i>Overgang til IAS for låntakere med børsnoterte lån og overføring av lån til ABM (børssirkulære nr. 8/2006)</i>	53
5.3.2	<i>Commission decision of 4 December on the use by third country issuers of securities of information prepared under internationally accepted accounting standards</i>	53
5.4	LIKEBEHANDLING/GOD BØRSSKIKK.....	53
5.4.1	<i>Opticom ASA – overtredelsesgebyr for brudd på informasjonsplikten og kravet til likebehandling (Børsklagenemndens sak 2/2006)</i>	53
5.4.2	<i>Gresvig ASA - Oppkjøp av Voice Norge AS (brev av 17.02.2006)</i>	68
5.5	EIERSTYRING OG SELSKAPSLEDELSE.....	69

5.5.1	<i>Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse (børssirkulære nr. 1/2007)</i>	69
5.5.2	<i>XXs redegjørelse for eierstyring og selskapsledelse i årsrapporten for 2005 (brev av 13.11.2006)</i>	69
5.5.3	<i>Utvidelser av åpne lån og tilbakekjøpstilbud av obligasjoner og sertifikater notert på Oslo Børs og ABM (børssirkulære nr. 1/2006)</i>	69
5.6	INFORMASJONSPLIKT – OBLIGASJONER	69
5.6.1	<i>Overgang til IAS for låntakere med børsnoterte lån og overføring av lån til ABM (børssirkulære nr. 8/2006)</i>	69
6.	TILBUDSPLIKT/FRIVILLIG TILBUD	70
6.1	TILBUDSPLIKT	70
6.1.1	<i>Tilbudsplikt i Wilson ASA - overføring innen konsolidert gruppe (Børsklagenemndens sak 4/2006)</i>	70
6.1.2	<i>Wilson ASA – Tilbudspris ved erverv uten vederlag (Børsklagenemndens sak 5/2006)</i>	83
6.1.3	<i>Seadrill Limiteds tilbudsplikt i Eastern Drilling ASA – konsolidering basert på total return swap-avtale – konsekvens av konsolidering (Børsklagenemndens sak 6/2006)</i>	90
6.1.4	<i>Seadrill/Eastern Drilling – tilbudspris (brev av 08.01.2007)</i>	112
6.1.5	<i>Sinvest ASA – tilbudsplikt for Aban Singapore Pte Ltd m.fl. (Børsklagenemndens sak 7/2006)</i>	118
6.1.6	<i>Utsatt iverksetting av godkjenning av pliktig tilbud (brev av 12.10.2006)</i>	133
6.2	FRIVILLIGE TILBUD	134
6.2.1	<i>Ad Scorpions betingede tilbud om kjøp av aksjer i Sinvest – grensen mellom kjøpsinteresse og frivillig tilbud (epost 15. oktober 2006)</i>	134
6.2.2	<i>Voluntary offer for the outstanding shares in Global Geo Services ASA (brev av 05.07.2006)</i>	135
7.	MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER	136
7.1	NYE MEDLEMMER 2006	136
7.2	OVERTREDELSE	136
7.2.1	<i>Kaupthing ASA – feiltasting (Børsklagenemndens sak 1/2006)</i>	136
7.2.2	<i>Fondsfinans ASA – krav om aktuell markedsverdi for ordre (Børsklagenemndens sak 3/2006)</i>	146
7.3	NOREX MEMBER RULES/HANDELSREGLER	157
7.3.1	<i>NOREX Member Rules – Notification of a new version 1.7</i>	157
7.3.2	<i>Høring – Buy-in rules and procedures on the equities market (høringsnotat av 07.12.2006)</i>	158
7.3.3	<i>Circuit breakers (høringsnotat av 07.07.2006)</i>	158
8.	INNSIDE – MELDEPLIKT – FLAGGING	158
8.1	INNSIDE	158
8.1.1	<i>Orientering om nytt innsideregister (børssirkulære nr. 5/2006)</i>	158

1. INNLEDNING

1.1 GENERELT

Materialsamlingen 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.

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.

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

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 <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>. Sirkulærene er ikke inntatt i materialsamlingen annet enn som referanse.

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

The screenshot shows a web browser window with the title "Oslo Børs - Lover og regler - Microsoft Internet Explorer provided by Oslo Børs". The address bar shows "http://www.oslobors.no/ob/loverogregler". The page content includes a navigation menu with "Om Børsmarkedet" selected, a search bar, and a main section titled "Om lover og regler" with a list of links on the left and a main text area on the right.

Om lover og regler

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 2006

Nr. 8	Overgang til IAS for låntakere med børsnoterte lån og overføring av lån til ABM
Nr. 7	Nye EU-regler om offentliggjøring av opplysninger – orientering
Nr. 6	Endring i opptaksprosess for aksjer, og enkelte avgifter
Nr. 5	Orientering om nytt innsideregister
Nr. 4	Overføring av notering av lån mellom børsmarkedet og ABM
Nr. 3	Kontroll, godkjenning og offentliggjøring av prospekt
Nr. 2	Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse (Corporate Governance)
Nr. 1	Utvidelser av åpne lån og tilbakekjøpstilbud av obligasjoner og sertifikater notert på Oslo Børs eller ABM

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

2. PROSPEKTPLIKT

2.1 OVERSIKT OVER KONTROLLERTE PROSPEKTER OG TILBUKSDOKUMENTER I 2006

Selskap	Type øvelse	Godkj. Brev
Goodtech	Emisjon	24.02.2006
Smedvig (SeaDrill tilbyder)	Frivillig tilbud	16.01.2006
Songa Offshore ASA	Børsintroduksjon	02.02.2006
IBAS Holding ASA	Pliktig tilbud	26.01.2006
API Eiendomsfond Norge II ASA	Unotert selskap	23.02.2006
PhotoCure ASA	Emisjon	02.02.2006
Telecomputing (Sabaro Invest tilbyder)	Pliktig tilbud	22.02.2006
Reservoir Exloration Technologies ASA	Børsintroduksjon	21.02.2006
Block Watne Gruppen ASA	Børsintroduksjon	06.03.2006
Smedvig (SeaDrill tilbyder)	Pliktig tilbud	06.03.2006
B+H Ocean Carriers Ltd.	Børsintroduksjon	18.04.2006
HÅG ASA	Pliktig tilbud	24.02.2006
SeaDrill Ltd	Emisjon	28.02.2006
Sevan Marine	Emisjon	23.03.2006
Office Line	Pliktig tilbud	03.04.2006
SeaBird Exploration Ltd	Børsintroduksjon	28.03.2006
Fast Search & Transfer ASA	Pliktig tilbud	17.03.2006
Navamedic ASA	Børsintroduksjon	07.04.2006
Næringsbygg Holding III AS	Unotert selskap	18.05.2006
Dolphin Interconnect Solutions ASA	Børsintroduksjon	18.04.2006
Pan Fish ASA	Emisjon	24.03.2006
Deep Sea Supply	Emisjon	20.04.2006
Aberdeen Eiendomsfond Norge II ASA	Unotert selskap	21.06.2006
Visma ASA (Sage tilbyder)	Frivillig tilbud	07.04.2006
Nes Prestegjeld Sparebank	Emisjon	21.04.2006
Technor ASA (CET tilbyder)	Frivillig tilbud	21.06.2006
Renewable Energy Corporation ASA	Børsintroduksjon	27.04.2006
Fjord SeaFood (Pan Fish tilbyder)	Frivillig tilbud	16.05.2006
Nordisk Realkapital AS	Unotert selskap	18.05.2006
PPN Shippinginvest I AS	Unotert selskap	18.05.2006
PPN Eiendomsinvest II AS	Unotert selskap	18.05.2006

NEMI (TM tilbyder)	Frivillig tilbud	16.05.2006
Boligutleie Holding IV AS	Unotert selskap	18.05.2006
Scorpion Offshore	Registeringsdok.	19.06.2006
Storebrand Privat Investor ASA	Unotert selskap	16.05.2006
Global Skipsholding 1 AS	Unotert selskap	09.05.2006
Visma ASA (Engel Holding AS tilbyder)	Frivillig tilbud	24.04.2006
Pan Fish ASA	Emisjon	09.05.2006
Awilco Offshore	Emisjon	06.06.2006
Vizart	Emisjon	08.06.2006
DnB NOR Eiendomsinvest I ASA	Emisjon	26.05.2006
Bergesen Worldwide Offshore Limited	Børsintroduksjon	06.06.2006
Telio	Børsintroduksjon	19.05.2006
Fjord SeaFood (Pan Fish tilbyder)	Pliktig tilbud	16.05.2006
EMS (Camilo Eitzen)	Pliktig tilbud	08.05.2006
Odfjell Invest ltd	Børsintroduksjon	02.06.2006
Aberdeen Eiendomsfond Norden/Baltikum ASA	Unotert selskap	06.06.2006
Petrominerales - avbrutt	Børsintroduksjon	30.06.2006
Altinex	Emisjon	25.05.2006
Dynapel Systems Inc	Emisjon	07.06.2006
Visma ASA (Engel Holding AS tilbyder)	Pliktig tilbud	26.05.2006
Clavis Pharma ASA	Børsintroduksjon	23.06.2006
Aberdeen Eiendomsfond Norge II ASA	Unotert selskap	09.06.2006
Allianse (tilbyder ErgoGroup)	Pliktig tilbud	08.06.2006
Nordic Mining	Emisjon	29.08.2006
Optimum SkipsInvest I AS	Unotert selskap	18.05.2006
Optimum Eiendomsinvest I As	Unotert selskap	18.05.2006
Petrojarl ASA	Børsintroduksjon	27.06.2006
NextGenTel (TeliaSonera tilbyder)	Pliktig tilbud	12.06.2006
Russia Baltic Pork Invest AS	Unotert selskap	11.08.2006
Trolltech	Børsintroduksjon	31.08.2006
HSD	Tilsvarende dokument	13.06.2006
Consafe (Prosafe)	Tilsvarende dokument	30.05.2006
Heritage Oil Corporation	Børsintroduksjon	28.09.2006
Active 24 ASA (Tilbyder Mamut ASA)	Frivillig tilbud	09.06.2006
Kanalveien Eiendom AS	Unotert selskap	26.06.2006
Consorte Group ASA	Emisjon	29.06.2006
Storebrand Privat Investor ASA	Unotert selskap	26.06.2006
Aker Floating Production	Børsintroduksjon	28.06.2006
Technor ASA (CET tilbyder)	Pliktig tilbud	21.06.2006
Aberdeen Eiendomsfond Norden/Baltikum ASA	Unotert selskap	27.06.2006
Blom ASA	Emisjon	03.07.2006
Eastern Drilling	Emisjon	28.06.2006
Ability Group	Emisjon	21.07.2006
Næringsbygg Holding III AS	Tilleggsprospekt	02.06.2006
Næringsbygg Holding III AS	Unotert selskap	05.07.2006
Global Private Equity I AS	Unotert selskap	25.08.2006
Norgani ASA	Emisjon	10.07.2006
Media & Research Group	Tilsvarende dokument	04.07.2006
Petrolia Drilling ASA	Emisjon	17.07.2006
Artumas Group Inc.	Registeringsdok.	18.08.2006
SeaBird Exploration Ltd	Frivillig tilbud	31.08.2006
Active 24 ASA (Tilbyder Mamut ASA)	Pliktig tilbud	12.07.2006
Interoil Exploration And Production	Børsintroduksjon	17.07.2006
Boligutleie Holding IV AS	Unotert selskap	30.08.2006

Wilson ASA (Tilbyder Caiano AS)	Pliktig tilbud	02.08.2006
Aberdeen Eiendomsfond Norge II ASA	Unotert selskap	14.08.2006
Questerre Energy Corp	Emisjon	23.08.2006
Pareto Shippingkapital AS	Unotert selskap	06.09.2006
Andvord Tybring-Gjedde ASA (Tilbyder Buhmann N.V.)	Frivillig tilbud	31.08.2006
PPN Shippinginvest I AS	Verdipapirdok.	04.09.2006
PPN Eiendomsinvest II AS	Verdipapirdok.	04.09.2006
Optimum EiendomsInvest I AS	Verdipapirdok.	04.09.2006
Optimum SkipsInvest I AS	Verdipapirdok.	04.09.2006
Nordisk Realkapital AS	Verdipapirdok.	04.09.2006
Wilson ASA (Tilbyder Djuva 11 AS)	Frivillig tilbud	22.08.2006
DnB NOR Eiendomsinvest I ASA	Emisjon	28.08.2006
Optimum Eiendomsinvest Tyskland I AS	Unotert selskap	08.09.2006
Aberdeen Eiendomsfond Norden/Baltikum ASA	Unotert selskap	08.09.2006
Ementor ASA	Emisjon	12.09.2006
Imarex (fusjon med NOS)	Tilsvarende dokument	31.08.2006
Northland Resources	Børsintroduksjon	03.10.2006
Natural ASA (Tilbyder Aker Capital AS)	Frivillig tilbud	14.09.2006
Aberdeen Eiendomsfond Norge II ASA	Unotert selskap	25.09.2006
Fara ASA	Emisjon	22.09.2006
Petrojarl ASA (tilbyder: TPO Investments AS)	Pliktig tilbud	08.11.2006
Garantinedskrivning (Wilson - Caiano)	Tilleggsprospekt	08.09.2006
Eiendomsinvest Tyskland	Unotert selskap	11.09.2006
Marine Farms ASA	Børsintroduksjon	25.09.2006
Global Geo Services	Emisjon	29.09.2006
Luxo ASA	Emisjon	21.09.2006
Andvord Tybring-Gjedde ASA (Tilbyder Buhmann N.V.)	Pliktig tilbud	25.09.2006
Codfarmers ASA	Børsintroduksjon	28.09.2006
Eastern Drilling (Tilbyder: Seadrill)	Pliktig tilbud	18.09.2006
P4 Radio Hele Norge ASA (Tilbyder: Modern Times Group MTG AB)	Pliktig tilbud	02.10.2006
Nemi Forsikring ASA (Tilbyder Tryggingamidstøden HF.)	Pliktig tilbud	28.09.2006
Eltek - Nera - fusjon	Tilsvarende dokument	03.10.2006
PPN Shippinginvest I AS	Verdipapirdok.	23.10.2006
PPN Eiendomsinvest II AS	Verdipapirdok.	23.10.2006
Optimum EiendomsInvest I AS	Verdipapirdok.	23.10.2006
Optimum SkipsInvest I AS	Verdipapirdok.	23.10.2006
Nordisk Realkapital AS	Verdipapirdok.	23.10.2006
Pareto Shippingkapital AS	Verdipapirdok.	20.10.2006
Austevoll Seafood ASA	Børsintroduksjon	09.10.2006
Apptix ASA	Emisjon	20.10.2006
Pertra ASA	Børsintroduksjon	18.10.2006
SR EiendomsInvest Tyskland AS	Unotert selskap	06.10.2006
Storebrand Optimer ASA	Unotert selskap	13.10.2006
SeaBird Exploration Ltd	Emisjon	19.10.2006
Storebrand Privat Investor ASA	Verdipapirdok.	17.10.2006
Ryger Eiendomsinvest I AS	Unotert selskap	06.11.2006
Aberdeen Eiendomsfond Norden/Baltikum ASA	Unotert selskap	19.10.2006
DnB NOR Eiendomsinvest I ASA	Unotert selskap	23.10.2006
Natural ASA (Tilbyder Aker Capital AS)	Pliktig tilbud	11.10.2006
Næringsbygg Holding III AS	Unotert selskap	27.10.2006
Norwegian Property	Børsintroduksjon	08.11.2006

Romsdal Eiendom I AS	Unotert selskap	08.11.2006
Global Skipsholding 1 AS	Unotert selskap	30.10.2006
Aberdeen Eiendomsfond Norge II ASA	Unotert selskap	03.11.2006
Ementor ASA	Tilsvarende dokument	23.02.2006
Polimoon ASA (Tilbyder Plast Holding AS)	Frivillig tilbud	27.10.2006
Stepstone ASA	Registeringsdok.	06.11.2006
Boligutleie Holding IV AS	Tilleggsprospekt	26.10.2006
Akva Group ASA	Børsintroduksjon	31.10.2006
DnB NOR Eiendomsinvest II ASA	Unotert selskap	08.11.2006
Northern Logistic Property ASA	Unotert selskap	16.11.2006
Akva Group ASA	Tilleggsprospekt	03.11.2006
Crew Gold Corporation	Emisjon	14.11.2006
Polimoon ASA (Tilbyder Star Acquisitionco/Promens HF.)	Frivillig tilbud	14.11.2006
Spits ASA	Børsintroduksjon	17.11.2006
SSB Næringseiendom 8 AS	Unotert selskap	04.12.2006
Optimum Eiendomsinvest Tyskland I AS	Verdipapirdok.	22.11.2006
Eitzen Chemical ASA	Børsintroduksjon	01.11.2006
Eiendomsinvest Tyskland I AS	Verdipapirdok.	22.11.2006
Boligutleie Holding IV AS	Unotert selskap	17.11.2006
Artumas Group Inc.	Verdipapirdok.	15.11.2006
Scorpion Offshore	Verdipapirdok.	05.12.2006
Deep Sea Supply PLC	Børsintroduksjon	04.12.2006
Deep Sea Supply ASA (Tilbyder Deep Sea Supply PLC)	Frivillig tilbud	04.12.2006
Stepstone ASA	Verdipapirdok.	20.11.2006
Aberdeen Eiendomsfond Norden/Baltikum ASA	Unotert selskap	05.12.2006
Aberdeen Eiendomsfond Norden/Baltikum ASA	Tilleggsprospekt	15.11.2006
Næringsbygg Holding III AS	Tilleggsprospekt	22.11.2006
Consorte Group ASA (Tilbyder: Sabaro Investments Ltd.)	Pliktig tilbud	04.12.2006
DnB NOR Eiendomsinvest II ASA	Unotert selskap	08.12.2006
Rieber & Søn ASA (Tilbyder: AS Atlantis Vests)	Pliktig tilbud	30.11.2006
Fargerike Norge AS	Unotert selskap	14.12.2006
Natural ASA (Aker Cap.)Nedskrivn.garanti	Nedskrivning av garantibeløp	01.12.2006
Aberdeen Eiendomsfond Norge II ASA	Tilleggsprospekt	05.12.2006
Reservoir Exploration Technologies ASA	Børsintroduksjon	20.12.2006
Faktor Eiendom ASA	Børsintroduksjon	28.11.2006
Petrojarl ASA	Nedskrivning av garantibeløp	06.11.2006
Optimum EiendomsInvest I AS	Tilleggsprospekt	21.12.2006
Crew Minerals ASA	Børsintroduksjon	30.11.2006
Repant ASA	Børsintroduksjon	21.12.2006

2.2 NYE PROSPEKTREGLER

2.2.1 Rettskilder, sjekklister og oversikt over kontrollerte prospekter

Se www.oslobors.no/ob/prospectuses_information

2.2.2 Kontroll, godkjenning og offentliggjøring av prospekt (børssirkulære nr. 3/2006)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

2.2.3 Commission Regulation (EC) No 1787/2006 of 4 December 2006

amending Commission Regulation (EC) 809/2004 implementing Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council as regards information contained in prospectuses as well as the format, incorporation by reference and publication of such prospectuses and dissemination of advertisements.

Se http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2006/l_337/l_33720061205en00170020.pdf

2.3 PROSPEKTPLIKT

2.3.1 Vphl § 5-4 nr. 10 – Unntak ved tilbud med enkeltstørrelser på minst 50.000 Euro (e-post av 29.05.2006)

Vi har ikke hatt tilsvarende saker til vurdering. Etter vår oppfatning vil et tilbud som deles opp neppe kreve etterfølgende prospekter så lenge investorene når aksjene tegnes har forpliktet seg til å delta i de etterfølgende emisjonstransjer. Forutsetningen må være at man er ubetinget forpliktet til å delta i de senere transjer, typisk ved at tegningsblanketten dekker alle transjene. Dermed er det i realiteten ett tilbud om tegning som fremsettes, jf. direktivet art 2(1)(d). Det prospekt som utarbeides i tilknytning til et slikt tilbud, må nødvendigvis dekke hele tilbudet.

Som en konsekvens av dette, er det også naturlig å se hele tilbudet samlet ved vurdering av 50 000-grensen. Det medfører at en forpliktelse til å tegne for over 50.000 euro i et tilbud som beskrevet ikke vil medføre plikt til å utarbeide prospekt etter unntaket i vphl. § 5-4.

2.3.2 Spørsmål om prospektplikt – Aksjelån – Rettet emisjon (e-post av 24.01.2006)

Basert på faktum som fremkommer i din email er spørsmålet om det er tilstrekkelig at prospekt offentliggjøres før de nye aksjene tas opp til notering, eller om prospektet må foreligge allerede når aksjene tilbys til investorene.

I PAR-saken det vises til ble tilbudet rettet til 89 personer og det var ingen minstetegning på € 40.000 eller andre forhold som kunne tilsi fritak for prospektplikt etter gamle vphl. § 5-1 flg. Når børsen således kom til at øvelsen skulle betraktes som en transaksjon medførte dette således at prospekt skulle ha vært offentliggjort for tilbudet ble fremsatt.

I saken du har beskrevet vil det ikke være prospektplikt etter reglene om offentlig tilbud fordi tilbudet kun rettes mot profesjonelle investorer og minstetegning/tildeling er på minst € 50.00, samtidig som mindre enn 100 personer får tilbud om å kjøpe aksjer, jfr. nye vphl. § 5-2, jfr. § 5-4. Det skal imidlertid gjøres en etterfølgende rettet emisjon mot utlåner/selger på ca. 20% av aksjekapitalen i selskapet som medfører prospektplikt pga kapitalforhøyelsens størrelse, jfr. nye vphl. § 5-5.

Selv om transaksjonsstrukturen kan tilsi at markedet bør få informasjon raskt, synes det likevel ikke å være grunnlag for å kreve offentliggjøring av emisjonsprospektet tidligere enn det som følger av vphl. § 5-19, mao offentliggjøring senest når notering av aksjene

foretas. Hovedbegrunnelsen er at det foreligger unntak for prospektplikt tilknyttet tilbudet, og noen gjennomskjæring synes ikke naturlig. Dersom nevnte unntak for prospektplikt imidlertid ikke hadde foreligget, ville det vært naturlig å legge samme tolking til grunn som i PAR-saken også etter de nye reglene i vphl.

For ordens skyld nevnes at dersom utlåner/selger ikke har tilgang til samtlige av aksjene som videreselges, har Kredittilsynet uttalt at øvelsen vil være i strid med vphl. § 8-7. Mao er en avtale om, eller et vedtak om, etterfølgende emisjon rettet mot utlåner ikke i seg selv tilstrekkelig til å si at utlåner har "tilgang" til instrumentene.

2.3.3 Prospektplikt – noteringsprospekt – 12-måneders beregning (e-post av 21.12.2006)

Etter prospektreglene utløses plikten til å utarbeide prospekt etter verdipapirhandelloven § 5-3 på det tidspunkt aksjene tas opp til notering. I verdipapirhandelloven § 5-5 nr. 1 gjøres unntak fra prospektplikten for det tilfelle "kapitalforhøyelsen utgjør mindre enn 10 prosent av antall aksjer i samme klasse som allerede er notert, beregnet over en periode på 12 måneder". Oslo Børs har lagt til grunn at unntaksbestemmelsen må forstås slik at 12 månederperioden regnes "bakover" fra noteringstidspunktet, jf. også prospektdirektivet art 4(2)(a). Det avgjørende etter prospektreglene er følgelig når aksjene faktisk tas opp til notering.

Det kan trolig ikke leses inn i prospektreglene rammer for hvor lang tid som kan gå mellom utstedelse og notering av aksjer i børsnotert aksjeklasse, jf. Ot. prp. nr. 69 (2004-2005) s. 73. Ved kapitalforhøyelser i børsnotert aksjeklasse følger det imidlertid forutsetningsvis av børsreglene at de nye aksjer uten videre skal tas opp til notering, jf. løpende forpliktelser pkt. 2.3 første ledd, første punktum. Selskaper notert på Oslo Børs har således i utgangspunktet ingen adgang til å registrere nyutstedte aksjer i notert aksjeklasse på eget ISIN med den følge at aksjene ikke tas opp til notering, f.eks. i påvente av utløpet av tolv månedersperioden i verdipapirhandelloven § 5-5 nr. 1. Se også i denne forbindelse Hands-saken i Vedtak og uttalelser 2003 s. 20. I praksis har det imidlertid vært akseptert slike arrangementer for helt korte tidsperioder i påvente av godkjenning av noteringsprospekt.

2.3.4 Beløp som skal beregnes over en 12 mnd periode i hhv VPHL § 5-2 og § 5-7 (e-post av 28.03.2006)

Under henvisning til telefonsamtale og dine e-poster i dag: Børsen antar at offentlige tilbud (til 100 personer eller flere) som er omfattet av de særskilte unntak i vphl. § 5-4 ikke skal telle med ved beregningen av beløpet på EUR 2.500.000. Forutsetningen er naturligvis at de evt krav som oppstilles for at unntakene skal komme til anvendelse - utarbeidelse av særskilte dokumenter etc - er oppfylt. På samme forutsetning antar vi at notering av aksjer som er omfattet av unntakene i vphl § 5-5 ikke teller med ved beregningen av 10 prosentgrensen i vphl § 5-5 nr. 1.

2.3.5 Media Norge ASA - fusjonsprosess – prospektplikt (brev av 29.09.2006)

Det vises til Deres brev av 25. september 2006 vedrørende ovennevnte.

Oslo Børs er anmodet om å vurdere hvorvidt utstedelse av vederlagsaksjer i det nystiftede selskapet Media Norge ASA i forbindelse innfusjoneringen av selskapene Aftenposten AS, Bergens Tidende AS, Fædrelandsvennen AS og Stavanger Aftenblad ASA utløser prospektplikt etter verdipapirhandelloven (vphl.) § 5-2. De nevnte selskaper fusjoneres etter det opplyste inn i datterselskaper av Media Norge ASA mot vederlagsaksjer i morselskapet (trekantfusjon).

Media Norge ASA er ikke børsnotert, og prospektplikt etter vphl. § 5-3 er således ikke aktuelt.

Verdipapirhandelloven § 5-2 første punktum lyder:

"Ved tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer som rettes til 100 personer eller flere i det norske verdipapirmarkedet og gjelder et beløp på minst 100.000 euro beregnet over en periode på 12 måneder, skal det utarbeides prospekt etter reglene i dette kapitlet."

For tilbud som gjelder et beløp på minst EUR 2.500.000, skal det iht vphl. § 5-7 første ledd nr. 2 utarbeides EØS-prospekt. I medhold av forskrift om gjennomføring av prospektkontrollen av 9. desember 2005 nr. 1423 § 1 første ledd og annet ledd nr. 2 har Oslo Børs fått delegert myndighet til å kontrollere og godkjenne EØS-prospekter. Det legges til grunn at vederlaget som ytes for de aktuelle aksjer er på minst EUR 2.500.000.

Spørsmålet om utstedelsen av vederlagsaksjene utløser prospektplikt beror på hvorvidt dette utgjør et "tilbud" i vphl. § 5-2s forstand. Verdipapirhandelloven regulerer ikke uttrykkelig hva som ligger i tilbudsbegrepet. Prospektdirektivets begrep – "offer of securities to the public" er imidlertid definert på følgende måte i art. 2(1)(d):

"a communication to persons in any form and by any means, presenting sufficient information on the terms of the offer and the securities to be offered, so as to enable an investor to decide to purchase or subscribe to these securities".

Det synes nærliggende å lese inn i dette en forutsetning om individuell aksept fra investor. Unntaket for prospektplikt for tilbud som fremsettes i forbindelse med fusjon, jf. vphl. § 5-4 nr. 4, synes imidlertid å forutsette at fusjon i prinsippet er et prospektpliktig tilbud. Bestemmelsen innebærer implementering av prospektdirektivet art. 4(1)(c). Om dette fremgår av Høringsnotatet av 1. juni 2004 s. 20:

"Etter art. 4(1)(c) og 4(2)(d) er det på visse vilkår unntak fra prospektplikten ved tilbud av aksjer i forbindelse med fusjon av selskaper. I dette kan synes å ligge en forutsetning om at aksjer som tilbys ved fusjon kan anses som et offentlig tilbud.

Fusjon etter de norske aksjelovene skjer uten individuelle aksepter, og det foreligger derfor ikke et tilbud om tegning i vanlig språklig forstand. Det "tilbud" som gis ved fusjon er kun en invitasjon til å stemme over forslaget om fusjon. Tegningen skjer automatisk for alle aksjonærene i overdragende selskap dersom fusjonsforslaget oppnår tilstrekkelig flertall på generalforsamlingen. Tilsvarende gjelder ved utstedelse av aksjer ved fusjon med likedeling, fondsemisjoner, aksjesplitt og bytte av aksjer i en aksjeklasse mot aksjer i en annen aksjeklasse uten at aksjekapitalen forhøyes.

[...]

Arbeidsgruppen legger til grunn at generalforsamlingsbeslutninger som medfører tildeling av aksjer uten uttrykkelig aksept fra den enkelte aksjeeier/investor ikke kan anses som et tilbud i Prospektdirektivets forstand. I andre land med andre selskapsrettslige regler antas det at fusjonen vil kunne gjennomføres for eksempel ved at aksjeeierne gis en valgrett mellom å motta kontanter og å motta nyutstedte aksjer som vederlag. I slike tilfeller, der tildeling av aksjer forutsetter en aksept fra hver enkelt investor, vil også tilbud om aksjer i forbindelse med fusjon anses som et tilbud i relasjon til prospektreglene. Som det fremgår i punkt 9.2.9 har arbeidsgruppen derfor funnet det nødvendig å fastsette et unntak i samsvar med direktivet, selv om fusjon etter norske regler ikke vil anses som et tilbud som medfører prospektplikt."

Departementet ga sin tilslutning til prinsippet om at en beslutning på generalforsamling som medfører tildeling av aksjer uten uttrykkelig aksept fra den enkelte investor ikke kan anses som et tilbud, jf. Ot. prp. nr. 69 (2004-2005) s. 21-22. Den samme oppfatning er lagt til grunn av Oslo Børs i vedlegg til sirkulære 9/2005 punkt 3.2 tredje avsnitt og punkt 4.1.2 første avsnitt. Det grunnleggende synspunkt i verdipapirhandellovens forarbeider og børsens sirkulære er således at fusjon etter norsk selskapslovgivning innebærer tildeling av aksjer uten uttrykkelig aksept, og dermed ikke er å anse som et "tilbud" i prospektreglenes forstand.

Som påpekt av Dem, har Oslo Børs imidlertid i en fotnote til vedlegg til børssirkulære 9/2005 uttrykt en viss usikkerhet mht om denne forståelsen fullt ut er i tråd med prospektdirektivet. Oslo Børs er ikke kjent med at det etter utarbeidelsen av sirkulæret har kommet nærmere avklaringer på EU-nivå mht hvordan direktivets tilbudsdefinisjon og unntaksbestemmelsene i art. 4(1)(c) og 4(2)(d) skal forstås på dette punkt. Det kan imidlertid være av en viss interesse at Commission Services har antatt at vederlagsfri tilbud som utgangspunkt ikke utløser prospektplikt, til tross for at direktivet art. 4(1)(d) og 4(2)(e) gjør uttrykkelig unntak fra prospektplikten for vederlagsfri tilbud til eksisterende aksjeeiere, jf. vphl. §§ 5-4 nr. 7 og 5-5 nr. 8. Uttalelsene synes også å støtte det synspunkt at tilbudsdefinisjonen forutsetter individuell aksept fra investor, jf. "Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members" av 18. juli 2006 (CESR/06-296d) punkt 4:

In the case of allocations of securities (almost invariably free of charge) where there is no element of choice on the part of the recipient, including no right to repudiate the allocation, there is no "offer of securities to the public" within the meaning of Article 2.1 d) PD. This is because the definition refers to a communication containing sufficient information "to enable an investor to decide to" purchase or subscribe for the securities. Where no decision is made by the recipient of the securities, there is no offer for the purposes of the Directive. Such allocations will therefore fall outside the scope of PD.

Offers of free shares, where the recipient decides whether to accept the offer, are properly regarded as an offer for zero consideration. As such, they would fall within the excluded offers under Article 1.2 h), but are also subject to the exemption for offers of less than 100.000 EUR so no prospectus can be required.

Dette synes å tyde på at standpunktet i verdipapirhandellovens forarbeider og hovedteksten i vedlegg til sirkulære 9/2005 om at fusjon etter norsk selskapslovgivning ikke er et tilbud i prospektreglenes forstand, ikke er i strid med prospektdirektivet.

På denne bakgrunn antar Oslo Børs at det ikke vil være plikt til å utarbeide EØS-prospekt i forbindelse med en fusjon som beskrevet i Deres brev.

2.3.6 Prospectus obligation in relation to Employee Option schemes (e-post av 28.09.2006)

I refer to your e-mail of 27 September 2006 set out below. As you are aware, Oslo Børs has taken the position that exercise of transferable options does not constitute an offer in relation to Section 5-2 of the Securities Trading Act, unless the grant and exercise of options seem to be structured in order to circumvent the prospectus requirements, see Section 3.2 of Appendix to Circular 9/2005.

The same will in our opinion apply to exercise of non-transferable options, see Q3 of the CESR FAQ (CESR 06/296d) as referred to by you. Accordingly Oslo Børs assumes that no prospectus will be required in connection with the exercise of the employee options described in your e-mail.

2.3.7 Notering på Oslo Børs – overføring av myndighet til å godkjenne prospekt (brev av 15.11.2006)

Det vises til Finansinspektionens brev av 10. november 2006, hvor myndighet til å godkjenne prospekt vedrørende notering av ovennevnte selskap på Oslo Børs overføres til Oslo Børs.

Oslo Børs legger til grunn at myndigheten til å godkjenne slikt prospekt er omfattet av børsens delegerte prospektmyndighet, jf. verdipapirhandelloven § 5-7 tredje ledd, jf. forskrift om gjennomføring av prospektkontrollen § 1 annet ledd nr. 2. I samsvar med prospektdirektivet art 13(5) erklærer børsen seg på denne bakgrunn som delegert prospektmyndighet i Norge villig til å kontrollere og godkjenne det aktuelle prospekt utarbeidet av X AB i forbindelse med søknad om opptak til notering på Oslo Børs.

2.3.8 Spørsmål om et prospekts varighet/tilleggsprospekt (e-post av 13.11.2006)

Viser til telefonsamtale og din e-post nedenfor.

Du har skissert et opplegg der et (tomt) investeringsselskap utarbeider et prospekt med tilbudsperiode på inntil ett år, men der det holdes åpen en mulighet til å avslutte tilbudsperioden tidligere. Denne muligheten tenkes benyttet dersom investeringsselskapet får en investeringsmulighet som må benyttes på kort varsel. Den planlagte investering tenkes beskrevet i et tilleggsprospekt, mens fremskyndet avslutning av tilbudsperioden antas å ville skje i samsvar med den prosedyre som er beskrevet i prospektet (og evt nærmere tidfestet i tilleggsprospektet). Ved vurderingen av om en slik modell er akseptabel, må det tas utgangspunkt i verdipapirhandelloven § 5-12 første ledd, som lyder:

"Et godkjent prospekt kan benyttes i 12 måneder etter offentliggjøringen, forutsatt at det utarbeides et tillegg i samsvar med § 5-15."

Den korresponderende bestemmelse i prospektdirektivet art 9(1) er i CESR Prospectus Contact Group forstått slik at prospekter utarbeidet som ett dokument i forbindelse med et offentlig tilbud kan benyttes så lenge tilbudet står åpent (inntil 12 måneder), forutsatt at det utarbeides nødvendige tilleggsprospekter. Prospektet kan ikke benyttes i forbindelse med et påfølgende tilbud, ettersom prospektets beskrivelse av det opprinnelige tilbud (nr. 1) ikke vil være dekkende for det påfølgende tilbud (nr. 2). Det er heller ingen mulighet å gi den oppdaterende informasjon om tilbud nr. 2 i tilleggsprospekt, ettersom plikten til å utarbeide tilleggsprospekter kun gjelder situasjonen der et tilbud står åpent.

På bakgrunn av ovennevnte, legger Oslo Børs til grunn at et prospekt utarbeidet som ett dokument kan benyttes i inntil 12 måneder dersom bestillingsperioden er åpen så lenge, og det utarbeides evt. tilleggsprospekter gjennom hele perioden.

Ved første øyekast kan den modell du har skissert således se ut til å være i samsvar med prinsippet i verdipapirhandelloven § 5-12 første ledd. Modellen synes imidlertid å innebære en annen bruk av tilleggsprospekter enn det som er verdipapirhandellovens og prospektdirektivets intensjon (nye relevante omstendigheter innenfor den oppstilte bestillingsperiode), og kan i stedet minne om muligheten til å supplere grunnprospekter for låneprogrammer med såkalte "endelige vilkår", jf. direktivet art 5(4). En slik mulighet finnes ikke for aksjeprospekter, som må gi fullstendige opplysninger på alle punkter (jf. riktignok det spesifikke unntaket i verdipapirhandelloven § 5-21 første ledd). Den bestillingsperiode det gis opplysninger om i prospektet kan hevdes å representere et pro forma arrangement, mens den reelle bestillingsperiode løper fra det tidspunkt

tilleggsprospektet offentliggjøres, og inntil den dato det gis anvisning på der. Følgelig kan det stilles spørsmål ved om de opplysninger som gis i prospektet om eksempelvis bestillingsperiode, betalingsfrist, leveringstidspunkt, dato for offentliggjøring av resultatet av tilbudet og forventet dato for utstedelse vil være misvisende. Fremskyndet avslutning av bestillingsperioden synes her ikke å fremstå som en mulighet for f.eks. det tilfelle at tilbudet blir fulltegnet raskere enn planlagt, men som en fleksibel mulighet til å fastsette bestillingsperioden basert på investeringsmuligheter som måtte oppstå.

For situasjoner som beskrevet, er den løsning prospektreglene etablerer muligheten til å utforme et prospekt som tre separate dokumenter (registreringsdokument, verdipapirdokument og sammendrag), der verdipapirdokumentet godkjennes og offentliggjøres i forbindelse med transaksjonen. Oslo Børs' målsetting er å gjennomføre kontrollen av verdipapirdokumenter på en hurtig og effektiv måte, slik at hensikten med modellen oppnås, også i situasjoner der den aktuelle utsteder trenger kapital raskt. Dersom det i en konkret sak er særlig viktig for utsteder at et verdipapirdokument kan kontrolleres og godkjennes hurtig, ber vi om at børsen kontaktes i forkant, gjerne allerede i forbindelse med kontrollen av registreringsdokumentet, slik at hensiktsmessige prosedyrer kan avtales.

Dersom du har kommentarer til vår forståelse av det skisserte opplegg eller det for øvrig er ytterligere spørsmål vedrørende dette, hører jeg fra deg.

2.3.9 Prospektdirektivet - spørsmål om beregning av tegnings- og tildelingsbeløp ved utarbeidelse av prospekt (brev av 26.10.2006)

Vi viser til Deres brev 26. september 2006 vedrørende forståelsen av unntaksregelen fra prospektplikt i verdipapirhandelloven (vphl.) § 5-4 nr. 10 ved utstedelser av warrants.

Det antas at "warrants" i denne sammenheng refererer til omsettelige verdipapirer som gir rett til å erverve aksjer (eller andre omsettelige verdipapirer) til en gitt kurs, og som er utstedt av en annen enn utsteder av de underliggende verdipapirer. Slike warrants kan ha fysisk eller finansielt oppgjør.

Vphl. § 5-4 nr. 10 fastsetter at prospektplikt etter vphl. § 5-2 ikke utløses dersom

"tilbudet gjelder verdipapirer som legges ut i enkeltstørrelser med pålydende eller krav på vederlag på minst 50.000 euro".

Spørsmålet er slik vi forstår det om det ved beregningen av terskelverdien på EUR 50.000 for utstedelser av warrants kun skal sees hen til den premie som betales, eller også til eksponeringen i de underliggende verdipapirer. Kjøp av warrants innebærer en eksponering som overstiger den betalte premien, likevel slik at investors nedside er begrenset til premien.

Etter ordlyden i bestemmelsen synes det avgjørende å være hva som betales for de *aktuelle verdipapirer* ("verdipapirer som legges ut i enkeltstørrelser med ... krav på vederlag på ..."), uten hensyn til prisen på underliggende. Den korresponderende bestemmelse i prospektdirektivet art 3(2)(c) taler tilsvarende om "securities for a total consideration of at least EUR 50,000 per investor, for each separate offer".

Oslo Børs er ikke kjent med tolkningsfaktorer som skulle tilsi at det ved utstedelser av warrants som nevnt skulle sees hen til både premien for de aktuelle verdipapirer og utøvelseskurs for underliggende verdipapirer ved vurderingen av om vederlaget overstiger EUR 50.000-terskelen.

Den mest naturlige fortolkning synes på denne bakgrunn å være at kun vederlaget for warrantene er relevant. På bakgrunn av Deres henvendelse, ble spørsmålet forelagt

skriftlig for CESR Prospectus Contact Group i møte 23. oktober 2006, og konsensus i gruppen var i tråd med denne forståelsen. Konklusjonen fra i gruppens drøftelser vil bli offentliggjort ved oppdatering av CESRs FAQ av 18. juli 2006 (tilgjengelig på våre nettsider).

2.3.10 Repant ASA – tidspunkt for vurdering av om et tilbud gjelder et beløp på minst EUR 2.500.000 (brev av 17.03.2006)

Det vises til prospekt av 8. mars 2006 vedrørende tilbud om tegning av aksjer i Repant ASA mottatt av Oslo Børs 13. mars 2006, samt telefonsamtaler med DnB NOR Markets samme dag.

Prospektet gjelder fortrinnsrettsemissjon av minimum 1 og maksimum 18.181.818 aksjer til kurs NOK 1,10, med tegningsperiode fra 10. til 20. mars 2006. Tilbudet rettes til selskapets aksjonærer pr. 17. februar 2006. Det er i prospektet punkt 12.7 opplyst at selskapet denne dato hadde 748 aksjonærer, men det er ikke opplyst hvor mange av disse som er norske. Selskapets aksjer er ikke notert på Oslo Børs.

I henhold til prospektet punkt 4.4 ble emisjonsvedtaket fattet av selskapets styre 8. mars 2006. Det kan ikke sees å være åpnet for at mindre enn det maksimale antall aksjer kan utstedes dersom emisjonen fulltegnes. Prospektet ble etter det opplyste offentliggjort 9. mars 2006.

Det er på prospektets forside opplyst at dette er registrert i Foretaksregisteret, og at hverken prospektmyndigheten eller andre offentlige myndigheter har kontrollert prospektet. Registrering skjedde i følge Foretaksregisterets nettsider 10. mars 2006.

Verdipapirhandelloven (vphl.) § 5-2 fastsetter at det skal utarbeides prospekt ved

"tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer som rettes til 100 personer eller flere i det norske verdipapirmarkedet og gjeldet et beløp på minst 100.000 euro beregnet over en periode på 12 måneder".

Iht. vphl. § 5-10 skal tilbudsprospekter sendes Foretaksregisteret for registrering med mindre det må utarbeides EØS-prospekt, jf. vphl. § 5-7.

EØS-prospekter må utarbeides ved "tilbud som gjelder beløp på minst 2 500 000 euro beregnet over en periode på 12 måneder", jf. vphl. § 5-7 første ledd nr. 2. Slike prospekter skal godkjennes av Oslo Børs, jf. vphl. § 5-8 og forskrift om gjennomføring av prospektkontrollen 9. desember 2005 nr. 1423 § 1.

Det legges til grunn at det aktuelle tilbud ble rettet til 100 personer eller flere i det norske verdipapirmarkedet. Det avgjørende ved beregning av beløpsgrensene er vederlagets (aksjeinnskuddets) størrelse, jf. prospektdirektivet (2003/71/EF) art. 1(2)(h).

Ut fra gjeldende vekslingskurs mellom NOK og EUR, er tilbudet svært nær terskelverdien på EUR 2.500.000. Med basis i midtkurser offentliggjort på Norges Banks nettsider var tilbudets størrelse den 8. mars ca. 2.497.658, den 9. mars ca. 2.492.677 og den 10. mars ca. 2.508.309.

Det nøyaktige tidspunkt for beregning av tilbudets størrelse fremkommer ikke eksplisitt av de siterte passuser i vphl § 5-2, jf. § 5-7 første ledd nr. 2 eller av de underliggende bestemmelser i prospektdirektivet. Det må imidlertid sees hen til direktivet art. 3(1), som fastsetter at det som utløser prospektplikt er "any offer of securities ... made to the public".

Termen "offer of securities to the public" er i art. 2(1)(d) definert som

"a communication to persons in any form and by any means, presenting sufficient information on the terms of the offer and the securities to be offered, so as to enable an investor to decide to purchase or subscribe to these securities."

Det riktige antas å være at tilbudets størrelse må vurderes på dette tidspunkt, med andre ord når tilbudet fremsettes. Dette samsvarer også med den forståelsen som ble lagt til grunn etter tidligere regler. Tilbudets størrelse beregnet ut fra kursen på det tidligere tidspunkt da styret fattet sitt emisjonsvedtak er således ikke avgjørende.

Børsen antar at det ikke er en betingelse for å anse tilbudet som fremsatt at tilbudsperioden har begynt å løpe, men at tilbudet må være kommunisert offentlig i tråd med den ovenfor siterte passus. Dette vil typisk skje ved offentliggjøring av prospekt. Etter de nærmere omstendigheter kan tilbudet i et konkret tilfelle måtte anses fremsatt på et senere tidspunkt, typisk fordi prospektet inneholder betingelser som skal oppfylles før tilbudsperioden starter. Fremsettelsestidspunktet kan i slike tilfeller eksempelvis skje ved børs- eller pressemelding, eller ved utsendelse av skriftlig underretning til aksjeeiere i samsvar med allmennaksjeloven § 10-1 tredje ledd.

På bakgrunn av disse utgangspunkter synes tilbudet i det foreliggende tilfellet å ha blitt fremsatt ved offentliggjøring av prospektet 9. mars 2006. Basert på de ovennevnte beregninger oversteg således ikke tilbudet terskelverdien for EØS-prospekter på EUR 2.500.000.

Oslo Børs vil imidlertid understreke at kun små kurssvingninger mellom 8. og 9. mars ville kunne gitt et annet resultat, uten at denne muligheten synes hensyntatt i selskapets emisjonsbeslutning. Børsen ville i så tilfelle måtte vurdert å sanksjonere selskapet for overtredelse av prospektreglene, jf. vphl. § 14-1 fjerde ledd, jf. forskrift om gjennomføring av prospektkontrollen § 1 annet ledd nr. 9 og § 5.

I fremtidige emisjoner anbefaler børsen på denne bakgrunn at selskapet og rådgiverne sørger for at emisjonsvedtak utformes på en slik måte at man ikke risikerer å bryte plikten til å utarbeide EØS-prospekt.

2.3.11 Spørsmål om forskrift om profesjonelle investorer (e-post)

Vi kan ikke se at forskrift om unntak fra prospektplikt § 1 tredje ledd nr. 1 kan forstås annerledes enn at investoren for egen regning må ha utført minst 10 verdipapirtransaksjoner av betydelig størrelse.

Løsningen har støtte i forskriftens ordlyd, jf. også prospektdirektivet art 2(2)(a), "the investor has carried out ...". Transaksjoner utført i fremmed regning er ikke utført av vedkommende som "investor". Den løsning du skisserer, der transaksjoner utført av vedkommende på vegne av investeringselskaper etter nærmere kriterier er omfattet (der vedkommende "har fullmakt til å gjøre transaksjoner ... eller initierer og innstiller overfor en investeringskomite (mao forbereder hele beslutningsgrunnlaget)"), mens meglere "som ikke initierer investeringsbeslutninger, men passivt mottar og effekturer ordre" faller utenfor, har ingen støtte i hverken forskriftens eller direktivets ordlyd, eller tilhørende rettskilder.

Dertil kommer at ved en forståelse som anført, antas kriteriet i nr. 1 i mange tilfeller å bli betydningsløst ved siden av kriteriet i nr. 3.

2.3.12 Kapitalforhøyelse kombinert med warrants (e-post av 29.09.2006)

Viser til din e-post av 27. september 2006. Vi forstår det slik at det aktuelle tilbud består av to komponenter: 1) tilbud om å tegne aksjer og 2) tildeling av én tegningsrettsaksje for hver aksje tegnet (og tildelt). Tegningsrettsaksjene tildeles vederlagsfritt, og kan tidligst utøves 15 måneder etter tidspunktet for aksjetegning.

Utøvelse av tegningsretter utgjør etter børsens oppfatning ikke noe "tilbud" i prospektreglenes forstand, og utløser således ikke prospektplikt, jf. vedlegg til sirkulære 9/2005 punkt 3.2 og "Frequently asked questions regarding prospectuses: Common positions agreed by CESR Members" av 18. juli 2005 (CESR/06-296d) punkt 3. Prospektplikt utløses likevel i den utstrekning utstedelsen og utøvelsen av tegningsrettene synes å være strukturert med sikte på å omgå prospektreglene.

Gitt at slik omgåelseshensikt ikke foreligger, er det avgjørende for om plikt til å utarbeide EØS-prospekt utløses om kombinasjonen av 1) og 2) som beskrevet over samlet utgjør et tilbud som gjelder EUR 2.500.000 eller mer, jf. vphl. § 5-2 og § 5-7 første ledd nr. 2. Ettersom det vederlag som skal ytes for de tilbudte aksjer er lavere enn dette beløpet, og tegningsrettsaksjene etter det opplyste tildeles vederlagsfritt, er terskelverdien på EUR 2.500.000 ikke overskredet. Det spiller da ingen rolle om tildeling av vederlagsfri tegningsrettsaksjer overhodet kan anses som et "tilbud" i prospektreglenes forstand, eller om tegning av aksjer og tildeling av tegningsretter skal sees samlet ved beregningen av om grensen på EUR 2.500.000 er overskredet. For ordens skyld påpekes imidlertid at det i den nevnte CESR FAQ punkt 4 er antatt at vederlagsfri tilbud som utgangspunkt ikke er prospektpliktige.

Oslo Børs antar på denne bakgrunn at det i forbindelse med et tilbud som beskrevet i din e-post ikke utløses plikt til å utarbeide EØS-prospekt. Som nevnt av deg antas det dermed å oppstå plikt til å utarbeide registreringsprospekt etter verdipapirhandelloven § 5-10. Spørsmål vedrørende slike prospekter rettes til Kredittilsynet eller Foretaksregisteret.

2.3.13 Fisjonfusjon – prospektplikt (e-post av 16.01.2007)

Vi er anmodet om å vurdere hvorvidt en planlagt fisjonfusjon med simultan trekantfusjon utløser prospektplikt etter verdipapirhandelloven § 5-2 og/eller 5-3. Vi forstår det slik at den transaksjon som skal gjennomføres består av følgende ledd:

- 1) Børsnotert selskap ASA fisjonerer ut aktiva til Newco AS, som er et tomt selskap. Aksjonærene i Børsnotert selskap ASA får vederlagsaksjer i Newco AS i samme forhold som de eier aksjer i Børsnotert selskap ASA.
- 2) Simultant med gjennomføringen av 1), fusjoneres Newco AS med Børsnotert selskap ASAs heleide datterselskap Datter AS, mot utstedelse av vederlagsaksjer i Børsnotert selskap ASA.

Den samlede effekten av 1) og 2) blir at de aktuelle aktiva flyttes fra Børsnotert selskap ASA til Datter AS mot utstedelse av noen nye aksjer i Børsnotert selskap ASA til selskapets aksjonærer i samme forhold som de eide aksjer forut for transaksjonen. For disse aksjene yter aksjonærene ikke noe vederlag dersom transaksjonen sees samlet. Det skjer ingen endringer i eierforholdene som følge av transaksjonen.

En fisjon og fusjon som beskrevet er ikke prospektpliktige tilbud i verdipapirhandellovens og prospektdirektivets forstand, og prospektplikt utløses følgelig ikke etter verdipapirhandelloven § 5-2, jf. vedlegg til sirkulære 9/2005 punkt 3.2.

Transaksjonen innebærer at Newco AS innfusjoneres i Datter AS simultant med fisjonen, og opptak av aksjene i Newco AS til notering på grunnlag av børsforskriften § 2-7 og opptaksreglene punkt 3 er følgelig ikke aktuelt. Dermed innebærer ledd 1) i transaksjonen ingen utstedelse av aksjer i notert selskap, og utløser følgelig ikke prospektplikt etter verdipapirhandelloven § 5-3. Ledd 2) i transaksjonen innebærer derimot utstedelse av nye aksjer i Børsnotert selskap ASA som vederlag for aksjene i Newco AS, og utløser således isolert sett prospektplikt etter verdipapirhandelloven § 5-3. Som følge av unntaksregelen for fusjon i verdipapirhandelloven § 5-5 nr. 5, vil dette i tilfelle innebære en plikt til å utarbeide et såkalt "tilsvarende dokument" (med mindre andre unntaksregler skulle være aktuelle).

Spørsmålet er imidlertid om transaksjonens ledd 1) og 2) må sees samlet ved vurderingen av spørsmålet om prospektplikt, ettersom de gjennomføres simultant og utgjør en integrert del av en felles transaksjon, med den mulige følge at unntaket for vederlagsfri tilbud til eksisterende aksjonærer i verdipapirhandelloven § 5-5 nr. 8 kommer til anvendelse.

Flere momenter synes å tale for en slik samlet vurdering av den beskrevne transaksjon. Transaksjonens ledd gjennomføres samtidig og må antas å være gjensidig avhengig av hverandre. Oppdelingen i to ledd har bakgrunn i den selskapsrettslige modell som er valgt. Valget av modell skjedde etter det opplyste ut fra et ønske om å gjennomføre transaksjonen til skattemessig kontinuitet. Det synes ikke nærliggende å anta at omgåelse av prospektregler har vært motiverende for valg av transaksjonsmodell, og det forutsettes at slik omgåelseshensikt ikke foreligger.

Etter en konkret vurdering antar Oslo Børs på denne bakgrunn at det riktige er å se transaksjonen under ett ved vurderingen av spørsmålet om prospektplikt. Spørsmålet blir dermed om unntaket for vederlagsfri aksjer til eksisterende aksjonærer i verdipapirhandelloven § 5-5 nr. 8 kommer til anvendelse. Unntaket omfatter

"aksjer i samme klasse som allerede noterte aksjer, når aksjene tilbys vederlagsfritt til eksisterende aksjeeiere, forutsatt at det foreligger et dokument med opplysninger om aksjeklasse, antall aksjer samt bakgrunn og vilkår for tilbudet".

Den korresponderende unntaksbestemmelse i prospektdirektivet benytter uttrykket "free of charge", jf. direktivet art 4(2)(e). Den nærmere forståelse av dette kan ikke sees å være omtalt i kildematerialet om fortolkningen av prospektdirektivet. I verdipapirhandellovens forarbeider er det ved omtalen av det tilsvarende unntak for tilbud (verdipapirhandelloven § 5-4 nr. 7) antatt at vederlagsfrihet for norske aksjeselskaper foreligger ved utdeling av utbytte og fondsemisjon, jf. Høringsnotatet s. 48-49. Synspunktene er ikke gjentatt ved omtalen av unntaket i verdipapirhandelloven § 5-5 nr. 8, jf. Høringsnotatet s. 54, men må antas å ha tilsvarende relevans.

I den beskrevne transaksjon yter aksjonærene ikke noe vederlag, men får tildelt delt ytterligere aksjer i den noterte aksjeklasse som følge av at aktiva flyttes fra Børsnotert selskap ASA til heleid Datter AS. Oslo Børs antar at dette tilfredsstillende kravene til vederlagsfrihet i verdipapirhandelloven § 5-5 nr. 8.

Samlet sett antar børsen således at en transaksjon som beskrevet ikke utløser prospektplikt, men at det må utarbeides et dokument som nevnt i verdipapirhandelloven § 5-5 nr. 8, jf. CESR-anbefalingen kapittel III punkt 3 og vedlegg til sirkulære 9/2005 punkt 4.1.5. Plikt til offentliggjøring av slikt dokument er omtalt i sirkulære 3/2006 punkt 5.

2.4 PROSPEKTERS INNHOLD OG FORM

2.4.1 Krav til verdivurdering/leieinntekter for eiendomsselskaper (e-post av 06.07.2006)

Det vises til dagens telefonsamtaler og tilbakemelding vedrørende krav til å innta leieinntekter for den enkelte eiendom i Norgani-prospektet i tråd med CESARs anbefaling pkt 128-130. Anbefalingen stiller krav til at det utarbeides en verdivurdering som skal inntas i prospektet, eventuelt et sammendrag av denne for samtlige vesentlige eiendommer.

Det skal i tillegg til verdifastsettelse på individuell basis for eiendommene, eventuelt for alle vesentlige eiendommer, også angis all nødvendig informasjon som ligger til grunn for verdifastsettelsen ("provide all the relevant details in respect of material properties necessary for the purposes of the valuation"). Dette kravet innebærer at det også skal opplyses om de parametre som er vesentlige for verdifastsettelsen på individuelt nivå. For eiendommer må leieinntekter anses som et vesentlig vurderingsparameter, og det skal derfor gis informasjon om dette i prospektet.

Børsen har vært i kontakt med Finansinspeksjonen for å få informasjon om praksis i Sverige knyttet til dette kravet i CESARs anbefaling. Etter den informasjon vi har fått, har svenske utstedere gitt informasjon om leieinntekter på individuelt nivå. Spørsmålet har såvidt vi forstår ikke vært så omdiskutert som tilfellet har for Norganis vedkommende. I de eiendomsprospekter som børsen har godkjent (re Storebrand Eiendomsfond og Aberdeen) har leieinntekter for den enkelte eiendom vært inntatt. CESARs anbefaling skiller ikke mellom type eiendomsselskap eller åpner for at slike opplysninger kan angis på annen måte utover at det kan begrenses til vesentlige eiendommer.

På denne bakgrunn må opplysninger om leieinntekter for eiendommene til Norgani (evt kun de vesentlige) inntas på individuelt nivå.

2.4.2 Krav til verdivurdering av eiendommer (e-post)

Fra tilbakemelding 17. februar 2006 på prospekt fra Aberdeen Property Investors:

Punkt 3: Det vises til Deres brev 14. februar 2006 vedrørende krav til tilleggsinformasjon for eiendomsselskaper. De anfører at CESARs anbefaling av februar 2005 punkt 128-130 må forstås slik at det ikke kreves en verdsettelse av enkelte eiendommer, men kun en samlet verdsettelse av de vesentlige eiendommer i selskapets portefølje. Det sentrale punkt i begrunnelsen synes å være at CESR kun krever en "condensed report".

Børsen er ikke enig i at dette er en riktig måte å lese anbefalingen på. Uttrykket "condensed report" angir ikke klart hva som skal kreves. Det følger imidlertid av det underliggende feedback statement som sitert av Dem at bakgrunnen for å innta uttrykket var at

"a valuation of each property could be very time- and cost-consuming and did not give an investor a comprehensive overview. In their opinion, a condensed report would be sufficient. Furthermore, some respondents did not think a fixed number was considered relevant in relation to whether a report should be condensed or not. It was stated that investors are interested in the valuation of the material properties and therefore a report should only contain valuations of the material properties..." (vår understreking).

Det synes her å fremkomme at de vesentlige eiendeler må verdsettes enkeltvis. Dette stemmer også godt overens med punkt 130 i CESR-anbefalingen, hvoretter det tales om "the property", "valuation for each property" mv.

En forståelse i tråd med ovennevnte synes også å være lagt til grunn i praksis av tilsynsmyndigheter i EU/EØS-området som vi har vært i kontakt med.

Spørsmålet om hvilke eiendeler som må anses vesentlige må avgjøres mer konkret. Vi forstår Dem slik at De mener at dette for API omfatter fire eiendommer. På bakgrunn av de faktiske opplysninger vi er forelagt, har vi ikke grunnlag for å overprøve denne vurderingen.

Børsens anbefaling er at det i prospektet tas inn "valuation report" på hver enkelt eiendom, da vi ikke kan se at hensynene vedr. "time- and cost-consuming", ref ovenfor, vil være tungtveiende her, da det kun er 7 eiendommer totalt. For de eiendommer som ikke anses vesentlige kan alternativt "valuation report" gis samlet. Som et minimum må tas inn "valuation report" for hver enkelt av de eiendommer som anses vesentlige

2.4.3 Krav om verddivurdering av eiendomsportefølje som ikke eies av utsteder, men av det fond utsteder investerer i (e-post av 17.10.2006)

Oslo Børs har i kontrollen av de aktuelle prospekter inntatt det standpunkt at feederselskapene til Eiendomsfondet må innta eksterne verddivurderinger i samsvar med CESR-anbefalingen punkt 128-130, jf. kommisjonsforordningen art 23(1) og vedlegg XIX. Vi har vurdert det slik at feederselskapene er "property companies" slik dette er definert i CESR punkt 129 ("issuers whose principal activity is holding of properties, both directly and indirectly"). Børsen har imidlertid ikke tatt standpunkt til hvor de nærmere grenser går mht indirekte eierskap, og kan heller ikke se at dette er berørt i relevante rettskilder.

Vi forstår det slik at dere mener at indirekte eierskap i punkt 129s forstand kun foreligger dersom utsteder representerer flertallet i styre og/eller generalforsamling. Det er imidlertid ikke anført kilder eller hensyn som skulle støtte et slikt standpunkt. Vi mottar gjerne evt utdypning på dette punkt. Et slikt "renskåret" kriterium synes ikke å ha støtte i formuleringen av art 129, og fremstår også problematisk fra et investorbeskyttelsesperspektiv (enkelt å "organisere seg" bort fra verddivurderingskravet).

Videre anfører dere under hensyn til kostnadsaspektet at et krav om verddivurderinger krever "klar hjemmel". Børsen kan ikke se at det kan oppstilles noe skjerpet hjemmelskrav på dette punkt. Tvert om fastsetter kommisjonsforordningen art 23(1) et unntak fra hjemmelskravet i art 3 for utstedere omfattet av vedlegg XIX, herunder eiendomsselskaper. Unntaket innebærer at prospektmyndigheten "may ask for adapted information ... including, where appropriate, a valuation or other expert's report on the assets of the issuer, in order to comply with the obligation referred to in Article 5.1 of Directive 1003/71/EC". Dette dekker for det første de retningslinjer som er opptilt i CESR-anbefalingen. Ved praktiseringen av CESR-anbefalingen antas prospektmyndigheten å ha større fleksibilitet enn ved fortolkningen av kommisjonsforordningens innholds krav. For det andre gir art 23(1) hjemmel til å kreve verddivurderingsrapporter ut over de oppstilte anbefalinger dersom prospektmyndigheten skulle finne dette nødvendig.

Dersom dere har innvendinger mot børsen standpunkt som referert i første avsnitt, mottar vi gjerne disse. Vi ber i tilfelle om at innvendingene utdypes nærmere, slik at alle

relevante faktiske og rettslige forhold kan hensyntas ved en evt. fornyet vurdering av spørsmålet.

2.4.4 Incorporation by reference (e-post av 21.06.2006)

Iht KF art 28 synes man å kunne velge om man vil innta et helt dokument eller spesifikke deler av dette ved henvisning. Utsteder må uansett sørge for at teknikken ikke "endanger investor protection in terms of comprehensibility and accessibility of the information", jf. art 28(5). Konsekvensen av dette er at det med nødvendig tydelighet må fremkomme i prospektteksten - som er dekket av innholdsfortegnelsen - at aktuelle innholdskrav er dekket ved at angitte dokumenter/opplysninger er inntatt ved henvisning. En naturlig konsekvens av KF art 28(5) må være at det også angis hvor dokumentene/opplysningene er tilgjengelig (typisk nettsadresse), evt ved en henvisning til kryssreferanselisten (se nedenfor). Kun dokumenter som er elektronisk tilgjengelige kan inntas ved henvisning.

I tillegg til angivelser i teksten, oppstiller PD art 11(2) et krav om at "a cross-reference list must be provided in order to enable investors to identify easily specific items of information". Bestemmelsen er implementert i vphl § 5-14 annet ledd, annet punktum. En kryssreferanseliste som kun gir oversikt over hvilke dokumenter som er inntatt ved henvisning synes å gi liten tilleggsverdi for investor ut over det som er nevnt i første avsnitt. Når direktivet krever at listen skal "enable investors to identify easily specific items of information" har vi antatt at det må spesifiseres på listen hvor i dokumentene/informasjonen (punkt eller sidetall) de ulike komponenter i informasjonen som er inntatt ved henvisning fremkommer. Dette kan muligens virke strengt for enkle årsrapporter som inneholder liten informasjon ut over prospektkravene. For å ha en mest mulig enhetlig praksis har vi imidlertid lagt til grunn at angivelser av punkt eller sidetall som nevnt skal angis for alle dokumenter.

2.4.5 Prospekt og vedlegg – samme språk (e-post av 01.06.2006)

Unntaket for samme språk for dokumenter som inngår i prospektet "i særlige tilfeller", jfr. pkt 7.4 i sirkulære 9/2005 er fra børsens side ment som en snever adgang til å fravike hovedregelen om at hele prospektet skal være i samme språk (hvis ikke sammendraget er krevd utarbeidet på norsk). At regnskapene etter selskapets oppfatning ikke synes å ha særlig informasjonsverdi er etter børsens mening ikke tilstrekkelig for å kunne dispensere fra språkkravet. Så lenge regnskapene er dokumenter som skal inntas i prospektet, må det ha formodningen for seg at disse har en verdi for investor og således normalt skal være på språket som prospektet ellers er utarbeidet på. Vi ber således selskapet om å innta de aktuelle regnskapene på engelsk.

2.4.6 Ansvarserklæring ved kombinert emisjon/nedsalg – vphl § 5-18 (e-post av 09.05.2006)

Det er ikke noe generelt krav om ansvarserklæringer fra selgende aksjonær(er) når prospektet omfatter både notering/emisjon og videresalg fra aksjonærer. Styrets ansvarserklæring skal dekke alle selskapsspesifikke forhold, og man kan vanskelig tenke seg at selgende aksjonærer har opplysninger som styret ikke skulle ha.

I praksis har det vært vanlig at selgende aksjonærer inntar en erklæring om de aktuelle aksjene og at de er fri for heftelser, men dette er ikke noe krav fra vår side. Styrets ansvar etter erklæringen vil jo omfatte også opplysningene om videresalgsforpliktelsen.

2.4.7 Obligatorisk innholdsrekkefølge - "Important Notice" (e-post av 29.03.2006)

Den obligatoriske rekkefølgen i art 25 åpner etter ordlyden ikke for noe Important Notice e.l. før innholdsfortegnelsen. I drøftelsesmøter i CESR har det også vært konsensus om at rekkefølgen er obligatorisk, jf. referat fra møte 4. oktober 2005:

"The order prescribed in Articles 25 and 26 is mandatory. This does not mean that the issuer may not include a cover note in the prospectus."

Med bakgrunnen i forbeholdet for "cover note" har børsen antatt at noe teknisk informasjon av typen "Important Notice" også må kunne inntas, se siste avsnitt i punkt 7.1 i vedlegg til sirkulære 9/2005.

Vi har imidlertid antatt at innholdskravene i de relevante vedlegg ikke kan oppfylles her, jf. art 25(1)(4) og 25(2)(3). Videre har vi lagt til grunn at transfer/selling restrictions kun kan inntas først i prospektet i den utstrekning dette er nødvendig av hensyn til de relevante jurisdiksjoners regler.

2.4.8 Concerning exemption from the three-year listing requirement – prospectusdirective – proforma financial information (brev av 20.02.2006)

Inntatt under pkt. 3.3 Opptaksvilkår.

2.4.9 Finansiell informasjon i prospect – selskap som har eksistert mindre enn ett år (e-post av 22.11.2006)

Henvendelse til Oslo Børs pr. e-post 22.11.2006

Dersom de relevante Feederselskaper for investering i Eiendomsfondet og Shippingfondet skulle gå ut med en ny emisjon i januar, vil børsen kreve oppdatert finansiell informasjon for Feederselskapene (p.t. er perioderegnskapene av 31. juli 2006)? I så fall vil det bli avkrevd perioderegnskap for Feederselskapene per 30. september 2006?

Svar fra Oslo Børs pr. e-post 24.11.2006

Spørsmålet er slik jeg forstår det om det må inntas oppdatert finansiell informasjon utarbeidet etter og revidert på årsregnskapsstandarder i et prospekt som godkjennes i januar 2007, når det tidligere er utarbeidet prospekt der slik finansiell informasjon er inntatt pr. 31. juli 2006.

Det forutsettes at den aktuelle utsteder på tidspunktet for godkjennelsen av prospektet har eksistert i mindre enn ett år og at det på prospekttidspunktet ikke er vedtatt årsregnskap iht regnskapslovgivningen.

Spørsmålet om hvilken finansiell informasjon som må inntas i prospektet må på denne bakgrunn avgjøres ved en fortolkning av Kommisjonsforordningen vedlegg I pkt 20.1 tredje ledd. Basert på ordlyden i bestemmelsen ("covering that period"), kunne mye tale for et krav om oppdatert finansiell informasjon i januar-prospektet. Det er imidlertid i CESR Prospectus Contact Group antatt at det i slike saker som hovedregel er tilstrekkelig med den finansielle informasjonen som allerede er utarbeidet og revidert på årsregnskapsstandarder i tidligere prospekt, kombinert med oppdateringsplikten i pkt. 20.9 og informasjonen om "start-up companies" i CESR-anbefalingen. Unntak må imidlertid gjøres for mer særskilte situasjoner, dersom utviklingen i selskapet eller andre

forhold gjør det nødvendig med oppdatert finansiell informasjon for at prospektet skal gi investorene et forsvarlig beslutningsgrunnlag, jf. prinsippet i verdipapirhandelloven § 5-13 første ledd.

2.4.10 Opptaksprospekt i notert selskap – krav om opplysninger om tilbudet (e-post av 08.11.2006)

Børsen kan ikke se at det foreligger rettslig grunnlag for å se bort fra punkt 5 i vedlegg III, selv om den prospektpliktige transaksjon ikke er et offentlig tilbud. Vi ser at visse argumenter kunne anføres for en slik løsning, i første rekke punktets overskrift ("the offer") sammenholdt med overskriften i punkt 4 ("to be offered/admitted to trading"). Mange av innholdskravene oppstilt i punkt 5 synes også å være skrevet med situasjonen før tilbudet gjennomføres for øye.

På den annen side har det etter det vi kjenner til ikke kommet til uttrykk noe sted, hverken i PD eller forordningen, arbeidspapirer fra forberedelsen av reglene eller i etterfølgende tolkningsuttalelser, at hensikten har vært at vedlegg III kun skal gjelde delvis for noteringsprospekter i etterkant av rettede emisjoner. Det påpekes i denne forbindelse at punkt 5 utgjør en vesentlig del av innholdskravene i vedlegget. Formuleringen av de enkelte innholdskrav i kommisjonsforordningen synes heller ikke å være så stringent at det uten videre kan trekkes en slik slutning basert på overskriften eller ordlyden i de enkelte krav.

Videre gjelder det prospektpliktige opptak til notering i denne saken vitterlig aksjer utstedt i forbindelse med et forutgående tilbud ("offer"). Se definisjonen i PD art 2(1)(d) og bruken av begrepet "offer" i PD art 3(2). Vedlegg III punkt 5 er ikke etter overskriften begrenset til "public offers".

Børsen oppfatter imidlertid ikke ovennevnte konklusjon som mer opplagt enn at vi har drøftet problemstillingen muntlig med en representant fra FSA. Vedkommende mente klart at det ikke var grunnlag for å se bort fra punkt 5 i en situasjon som beskrevet.

En annen sak er at enkelte av innholdskravene trolig ikke vil gi noen mening etter at transaksjonen er gjennomført. Børsen legger ikke opp til at slike innholdskrav må oppfylles.

2.5 OFFENTLIGGJØRING/ANNONSERING

2.5.1 Kritikk for annonsering i strid med vphl. § 5-20 og børsens retningslinjer

Det vises til tidligere korrespondanse og samtaler rundt ovennevnte i forbindelse med det offentlige tilbudet og børsnoteringen av Norwegian Property ASA.

Selskapet oversendte Oslo Børs utkast til annonser som skulle publiseres i forbindelse med det offentlige tilbudet og børsnoteringen. Tilbakemeldingen fra børsen var at den ikke lenger foretar noen forhåndskontroll av slike annonser, og at selskapet "*må påse at dette ikke kommer i strid med verdipapirhandelloven § 5-20, og det ble samtidig minnet om "referanse til prospekt"*".

I forkant av tegningsperioden ble det likevel inntatt en helsidens annonse i Dagens Næringsliv med blant annet følgende ordlyd:

"Snart kan du kjøpe aksjer i et av Norges mest offensive eiendomsselskap. Norwegian Property har investert nesten 15 milliarder i noen av de mest attraktive næringseiendommene i Norge. Porteføljen består av 41 kvalitetseiendommer,

blant annet Aker Brygge, Ibsen-kvratalet og Astrup Fearnley-bygget. Leietakerne inkluderer noen av Norges største og mest anerkjente selskaper. Vi mener markedet for næringseiendom har stort potensial for videre vekst. Med høy kvalitet på eiendommene, unik beliggenhet, solide leietakere og god kontrakter ser vi svært lyst på fremtiden.

*Les mer på våre hjemmesider:
www.norwegianproperty.no*

Regler for annonsering i forbindelse med prospektpliktige tilbud finnes i verdipapirhandelloven § 5-20. Her bestemmes følgende:

"Dersom det orienteres om tilbud i annonser eller på annen måte, skal det samtidig opplyses at nærmere opplysninger fremgår av prospektet, samt hvor prospektet kan innhentes. Opplysningene skal være i overensstemmelse med opplysningene i prospektet."

Bestemmelsen er ment å implementere prospektdirektivet (direktiv 2003/71/EF) art 15. Her fremkommer det at all annonsering i forbindelse med tilbud/notering blant annet skal skje i tråd med følgende prinsipper:

"Advertisements shall state that a prospectus has been or will be published and indicate where investors are or will be able to obtain it.

Advertisements shall be clearly recognisable as such. The information contained in an advertisement shall not be inaccurate, or misleading. This information shall also be consistent with the information contained in the prospectus, if already published, or with the information required to be in the prospectus, if the prospectus is published afterwards.

In any case, all information concerning the offer to the public or admission to trading on a regulated market disclosed in an oral or written form, even if not for advertising purposes, shall be consistent with that contained in the prospectus."

Børsen legger til grunn at den underliggende direktivbestemmelse er en tungtveiende rettskildefaktor ved fortolkningen av verdipapirhandellovens bestemmelse, jf. vedlegg til børssirkulære 9/2005 pkt. 1.

Børsens oppfatning er at selskapets annonsering ikke oppfyller kravene i verdipapirhandelloven § 5-20. I annonsen opplyses ikke at nærmere opplysninger fremkommer i et utarbeidet prospekt, eller hvor slikt prospekt kan innhentes. Selskapet har kun gjort en generell henvisning til selskapets hjemmeside som ikke er tilstrekkelig.

Børsen har ved flere anledninger tidligere uttalt at prospektet skal være det primære markedsføringsmaterieell i forbindelse med offentlige tilbud, jf. Vedtak og Uttalelser 2004 s. 25 (Mamut ASA) og s. 26 (Findexa Ltd). Dersom selskapet likevel ønsker å benytte annonsering skal annonseringen skje på en nøktern måte, og med det siktemål å lede investorene til prospektet. Risikoforhold og negative forhold skal være minst like synlige som positiv omtale i annonsen. Det vises i den anledning til børssirkulære 4/2004. Sirkulæret ble skrevet før gjeldende kapittel 5 i verdipapirhandelloven trådte i kraft, men børsen har lagt til grunn at de oppstilte retningslinjer vil gjelde også etter dette tidspunkt, jf. vedlegg til børssirkulære 9/2005 punkt 1 siste avsnitt, jf. pkt 10.3, og børssirkulære 3/2006 punkt 4.4. For børsnoterte selskaper vil også reglene om god børsskikk i børsforskriften § 22-1 og børsreglene (løpende forpliktelser) pkt. 2.2 hjemle ytterligere retningslinjer for bruk av annonsematerieell i forbindelse med offentlige tilbud fra børsnoterte selskaper. Børsen forutsetter således at retningslinjene uttrykt i børssirkulære 4/2004 lojalt følges av markedsaktørene. Fra sirkulæret vises særlig til følgende avsnitt:

”Børsens utgangspunkt er at prospektet er det primære markedsføringsmaterieell i forbindelse med prospektpliktige tilbud. Ut over den lovpålagte kunngjøring av prospektet skal eventuell annonsering av slike tilbud derfor skje på en nøktern måte, og med det siktemål å lede potensielle investorer til prospektet. Annonseringen må ikke skape et for positivt bilde av tilbudet eller de aktuelle verdipapirer. I det følgende fastsettes på denne bakgrunn enkelte spesifikke minimumskrav til markedsføringsmateriellets innhold.

Annonser skal normalt ikke inneholde spesifikke opplysninger om selskapet eller de tilbudte verdipapirer. Dersom slike opplysninger likevel inntas, må innholdet i annonsen være balansert på en naturlig måte, slik at positive opplysninger oppveies av tilsvarende beskrivelser av spesifikke (ikke kun generelle) risikoforhold eller negative opplysninger.

Annonser må ikke tegne et mer positivt bilde av tilbudet eller de aktuelle verdipapirer enn det prospektet i sin helhet gir grunnlag for. Sentrale risikoaspekter ved de aktuelle verdipapirer må angis. Ovennevnte innholdskrav er kun å anse som oppfylt dersom de aktuelle opplysninger fremkommer på en tydelig måte, og ved bruk av slik (minimum ordinær) tekststørrelse og plassering at opplysningene ikke kan overses. Omtalen av negative forhold må være minst like synlig som omtalen av positive forhold.”

Annonseteksten gir etter børsens mening en ufullstendig og ensidig positiv fremstilling av selskapet. Negative forhold eller særskilte risikofaktorer forbundet med tegningen og ervervet av aksjene er overhodet ikke nevnt. Adressat for annonsen blir heller ikke henledet til prospektet.

Basert på ovennevnte er børsen av kommet til at selskapet ved sin annonsering forut for det offentlige tilbudet har opptrådt i strid med vphl. § 5-20. Selskapet har heller ikke fulgt børsens retningslinjer for annonsering. Oslo Børs har derfor besluttet å tildele selskapet kritikk for forholdet. Kritikken vil ikke bli offentliggjort ved pressemelding fra børsen, men fordi annonsekampanjen vakte oppmerksomhet vil innholdet i dette brevet kunne gjøres kjent i andre sammenhenger.

3. OPPTAK TIL BØRSNOTERING

3.1 NYE SELSKAPER PÅ OSLO BØRS I 2006

Selskaper som har søkt om notering og blitt tatt opp i 2006

Selskap	Liste	Vedtaksdato
Songa Offshore ASA	SMB	26.01.2006
Petrobank Energy and Resources Ltd	SMB	08.02.2006
Captura ASA	SMB	27.02.2006
Block Watne Gruppen ASA	Main	17.03.2006
Navamedic ASA	SMB	31.03.2006
SeaBird Exploration Ltd	SMB	11.04.2006
B+H Ocean Carriers Ltd	SMB	12.04.2006
Dolphin Interconnect Solutions ASA	SMB	20.04.2006
Renewable Energy Corporation ASA	Main	09.05.2006
Bergesen Worldwide Offshore Ltd	SMB	31.05.2006

Odfjell Invest	SMB	01.06.2006
Telio Holding	SMB	02.06.2006
Aker Floating Production	SMB	26.06.2006
Petrojarl ASA	Main	30.06.2006
Ability Group	SMB	03.07.2006
Trolltech	SMB	05.07.2006
Clavis Pharma	SMB	07.07.2006
InterOil Exploration and Production	SMB	19.07.2006
Austevoll Seafood	Main	11.10.2006
Marine Farms	SMB	12.10.2006
Codfarmers	SMB	19.10.2006
Northland Resources	SMB	23.10.2006
Eitzen Chemical	SMB	02.11.2006
Pertra	SMB	10.11.2006
AKVA group ASA	SMB	10.11.2006
Norwegian Property	SMB	15.11.2006
Fairmount Heavy Transport	SMB	17.11.2006
Faktor Eiendom	SMB	08.12.2006
Spits	SMB	12.12.2006
Crew Minerals	SMB	21.12.2006
Reservoir Exploration Technology	SMB	21.12.2006
Deep Sea Supply Plc	SMB	28.12.2006

3.2 NYE BØRSREGLER

3.2.1 Nye børsregler om opptak av aksjer/grunnfondsbevis og obligasjoner samt løpende forpliktelser for utstedere (børssirkulære nr. 7/2005)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

3.2.2 Høring – Endring i børsregler for børsnoterte selskaper – Regler for Oslo Axess (brev av 20.12.2006)

1 Oversikt

Oslo Børs sender med dette følgende utkast på høring:

- (i) opptaksregler for Oslo Børs' autoriserte markedsplass Oslo Axess kap 1 og 2,
- (ii) revidert versjon av børsens opptaksregler for aksjer (opptaksreglene) og
- (iii) revidert versjon av løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper (løpende forpliktelser).

Høringsnotat som beskriver endringsforslagene er vedlagt.

Børsen ber om merknader til utkastene innen 5. februar 2006.

2 Vesentlige endringsforslag

Oslo Børs planlegger å etablere et tilbud for selskaper som ønsker en regulert markedsplass, men som ikke fyller vilkårene for notering på SMB-listen. Dette vil gjøres i form av en såkalt autorisert markedsplass, under betegnelsen Oslo Axess. Selskapene vil være underlagt samme løpende forpliktelser som de børsnoterte selskapene, men

opptaksvilkårene vil være lempeligere. Oslo Axess vil drives av Oslo Børs ASA men under særskilt konsesjon.

Samtidig ønsker vi å skjerpe kravene for opptak på børsen for på sikt å øke kvaliteten på børsnoteringen. Inndelingen av børslisten mellom SMB og hovedlisten foreslås samtidig avvirket.

For de børsnoterte selskapene er det foreslått en utvidelse av informasjonskravene for vesentlige transaksjoner som fusjoner, fisjoner mv. Formålet med dette er å fylle et vesentlig informasjonsbehov som oppstår ved så vidt viktige endringer i børsnoterte selskaper. Samtidig søkes dette samordnet med de nye prospektreglene.

I tillegg er det gjort enkelte andre endringer både av materiell og redaksjonell art. Formålet er at børsnoterte utstedere skal kunne forholde seg til børsreglene og derfra få evt referanser til andre regelverk knyttet til noteringen.

Det vises til høringsnotatet og regelutkastene for nærmere beskrivelse av endringene.

3 Oslo Axess og nye opptaksvilkår Oslo Børs

Lanseringen av Oslo Axess og ikrafttredelsen av reviderte børsregler vil etter planen skje i mai 2007. Oslo Børs fikk 20. desember 2006 tillatelse fra Finansdepartementet til å drive autorisert markedsplass. Oppstart av Oslo Axess og endringene i opptaksvilkårene på børslisten er betinget av enkelte forskriftsendringer. Vi understreker at det vil kunne bli endringer også på grunn av andre forhold.

For børsens brukere får endringene følgende virkninger:

Investorene vil gjennom Oslo Axess få et større tilbud om verdipapirer notert på et regulert marked. De økte opptakskravene er ment å bidra til økt investortillit for børslisten.

For dagens børsnoterte selskaper betyr dette at kategoriseringen mellom hovedliste og SMB-listen opphører. Selskaper som er notert på henholdsvis Hovedlisten og SMB-listen vil etter forslaget være "notert på Oslo Børs".

På sikt vil skjerpingen av opptaksvilkårene kunne øke anseelsen knyttet til børsnotering og tilliten til disse verdipapirene. Selskaper som etter skjerpingen av vilkårene for børsnotering ikke ville ha tilfredsstilt de nye opptakskravene vil ikke bli overflyttet til Oslo Axess. Børsen vil imidlertid anbefale de minste og mest prekommersielle selskapene å vurdere slik overflytting og derved få del i den spissere profilering Oslo Axess ventes å gi.

Børsmedlemmene vil få tilbud om å utvide sitt medlemskap på Oslo Børs til å gjelde Oslo Axess. Handelen vil foregå etter samme tekniske systemer og etter samme handelsregler som på Oslo Børs.

Selskaper som søker notering på børsen vil måtte forholde seg til de nye opptaksvilkårene fra ikrafttredelsen i mai 2007. Det vil si at selskaper som besluttet opptatt på styremøte 25. april kan bli vurdert etter de nye reglene. Søknad om børsnotering til dette møtet som etter børsens opptaksregler kap 6 skal innsendes senest 20 børsdager før møtet og innledende prosedyre forut for dette, må altså hensynta de nye opptaksreglene tidligere. Selskapene vil kunne søke om børsnotering, subsidiært notering på Oslo Axess.

Selskaper som søker Oslo Axess og som i dag ikke kvalifiserer for børsnotering vil få et tilbud om omsetning av sine aksjer på et regulert marked og få del i den profilering dette gir. Når de måtte kvalifisere for børsnotering vil overføring kunne gjøres uten særskilt prospekt og etter forenkelt søknadsvurdering.

Børsen har gjennom foreløpige eksterne konsultasjoner vedrørende de viktigste endringsforslagene fått positiv tilbakemelding. Vi mottar imidlertid gjerne synspunkter på alle deler av regelverksutkastene.

Særlig er vi interessert i innspill på utformingen av regelverket. Eksempelvis antar vi at det kan være ulike synspunkter på hvor omfattende innholdskravene i den utvidede informasjonsplikten ved vesentlige transaksjoner bør være, samt hvilke opplysninger som i denne forbindelse er mest relevante for markedet.

Høringsnotatet og regelutkastene er også tilgjengelig på www.oslobors.no/ob/hoeringer. Der finnes også utkastene til opptaksreglene og løpende forpliktelser med endringsmarkeringer i forhold til gjeldende børsregler.

Dette brevet finnes på norsk og engelsk. Vi vil få oversatt det øvrige høringsmaterialet til engelsk på forespørsel.

Undertegnede tar gjerne imot spørsmål og kommentarer. Høringsuttalelser bes sendt til Rita.Distad@oslobors.no.

3.3 OPPTAKSVILKÅR

3.3.1 Concerning exemption from the three-year listing requirement – prospectusdirective – proforma financial information (brev av 20.02.2006)

We refer to your letter of 27 January 2006 regarding the above.

In the letter, we are requested to advice on whether an exemption from the three-year listing requirement may be granted if a potential applicant company publishes pro forma financial information for the three financial years preceding the listing application through the stock exchange information system and on the company's website.

Based on the descriptions set out in your letter, we assume that your client is a foreign company which considers initiating a process towards listing on Oslo Børs. The company was incorporated in June 2004 and has subsequently conducted a number of corporate acquisitions. The aggregate operations acquired form the substantial parts of your client's present business activities. Accordingly, the company's 2004 annual accounts will not provide a complete picture of the company's operations, while the 2005 annual accounts will comprise approximately 85 per cent of the revenues of the company (that year). Accordingly, the company does not comply with the three-year listing requirement set out in section 2-1, third subsection of the Stock Exchange Regulations (see section 2.2.4, 2.3.1 and 2.3.2 of the Listing Rules):

'The issuer shall have existed for at least three years and shall have operated the major part of its activity for at least three years. Annual reports and accounts shall have been published in accordance with the accounting legislation for the last three years prior to the application for admission to stock exchange listing.'

However, Oslo Børs may in certain cases derogate from the said requirement, provided that such derogation is desirable in the interests of the public and of investors and that investors have the necessary information available to arrive at an informed judgment of the company, its operations and the shares for which official listing is sought.

When companies which have existed for less than three years apply for listing, such exemptions have from time to time been granted, provided that the company carries on activities with more than three years of history and that pro forma figures are presented in the prospectus. As further elaborated below, pro forma information may under the new prospectus regime implemented as from 1 January 2006 not cover periods older than the most recently completed financial year.

Exemptions from the listing requirements must be evaluated on a case-by-case basis. It may inter alia be of relevance to which degree the major activities will be carried on unchanged in the new entity. If the applicant company has consolidated various activities previously being conducted in a number of different legal entities, the conditions for an exemption may not be fulfilled even if pro forma financial information is provided. On the other hand, if the company's business activities are covered by historical financial information and adequate supplemental information, three years pro forma financial information will not necessarily be a prerequisite for exemption.

Alternatively, an exemption from the three-year listing requirement may be granted if the company operates within a business area where pricing factors are sufficiently transparent for investors to make informed investment decisions even if the operations has been conducted for less than three years.

Based on the limited content of your letter, it is not possible for us to give even a preliminary evaluation of whether your clients may qualify for exemptions from the three-year listing requirement and to which extent pro forma financial information will be required.

Without regard to the above, you have raised the question whether the company may distribute three years pro forma financial information through Oslo Børs' information system and include them on its website in order to demonstrate to investors three years of existence. As you are aware, section 5 of Annex II of Commission Regulation (EC) No 809/2004 ('CR') restricts the period for which pro forma information may be included in a prospectus:

'Pro forma financial information may only be published in respect of

- a) the current financial period;*
- b) the most recently completed financial period; and/or*
- c) the most recent interim period for which relevant unadjusted information has been or will be published or is being published into the same document.'*

CESR states in section 38 of its advice on Level 2 Implementing Measures for the Prospectus Directive of July 2003 (CESR/03-208):

'In specific circumstances ... issuers are used to publishing results or other financial data on the basis of methodologies different than that of Generally Accepted Accounting Principles (GAAP). These types of statements are often referred to as "pro forma" financial information. The release of non GAAP financial information raises obvious investor protection concerns. It not prepared with due care, pro forma statements might confuse or even mislead investors, for example by hiding or disguising GAAP results or by highlighting only the favorable items. Notwithstanding this, pro forma financial information can be very useful for investors if accompanied of cautionary warnings and disclosures about the assumptions the information is based on and how it compares with GAAP results.'

On this background, CESR sets forth in its recommendations certain requirements with regard to the presentation of pro forma financial information in order to avoid violation of investor protection interests, see the requirements of Annex II of the CR. Among these is

the restricted time period for which pro forma information may be presented in section 5 as quoted above. CESR expresses the following opinion (section 42 of the recommendation):

'more consistent quality of the financial information presented in the pro-forma statement can be achieved by restricting the periods for which pro-forma financial information may be presented.'

Accordingly, the issuer may not include pro forma financial information which is older than the preceding financial year in the prospectus. Further, the pro forma information must be presented in accordance with the requirements set out in Annex II, and be confirmed by an accountant or auditor in conformity with section 7.

However, in your view, 'voluntary publication of pro forma information covering a more extensive period through other channels than the prospectus [the stock exchange information system and the company's website] cannot be viewed as disloyal to the Prospectus Directive'.

Publication of pro forma information through stock exchange notices and on the company's website raises a number of questions. Should the pro forma information be presented in accordance with Annex II of the CR and confirmed by an auditor? Should the information be approved by Oslo Børs and covered by responsibility statements by the Board of Directors? If the answer to these questions is no, the publication would raise serious investor protection concerns, ref. the views expressed by CESR as quoted above. Oslo Børs has in a previous precedence criticized an issuer for publishing 'combined accounts' in relation to but outside the prospectus, see our published Vedtak og uttalelser 2004 p 25. If the answer is yes, the information is presented and approved very much like a prospectus and is also published in accordance with section 5-19 of the Securities Trading Act (on Oslo Børs' website) and it may be argued that the information is de facto a part of the prospectus.

In any case, within the scope of the Prospectus Directive ('PD') Oslo Børs may not impose information requirements that are more stringent than those set out in the directive or the CR. These requirements are intended to provide sufficient information for investors in connection with public offers or admission to trading of shares on regulated markets throughout the EU/EEA. Consequently, competent authorities may in such situations generally not introduce additional information requirements except as set out in article 3 of the CR inside or outside the prospectus. This applies especially for pro forma figures, where the CR expressly prohibits information covering a more extensive period than specified.

Based on the above, if a company is required or allowed to present pro forma information covering a more extensive period than set out in section 5 of Annex II to the CR through other media than the prospectus in order to fulfill the requirements for being listed on Oslo Børs, this would in our opinion represent a violation of the PD.

3.3.2 X Ltd – redegjørelse i forbindelse med planlagt notering på Oslo Børs (brev av 02.03.2006)

Det vises til Deres brev datert 27. februar 2006.

Børsen har vurdert det mottatte dokument og kan ikke se at de krav som stilles til en redegjørelse i forbindelse med en børsnoteringsprosess er oppfylt. Det vises til Opptaksreglene punkt 6.1 tredje avsnitt, som lyder:

"Selskapet skal senest 5 børsdager før det innledende møtet utarbeide og oversende en redegjørelse for i hvilken grad og på hvilken måte alle vilkår for

opptak til notering som følger av børsløv, børsforskrift og disse opptaksvilkårene er oppfylt. I den grad enkelte vilkår ikke er tilfredsstillt, skal det redegjøres for selskapets planer for hvordan vilkårene vil bli oppfylt før notering. ..."

Blant de forhold som ikke er på plass på tidspunktet for innsendelse av redegjørelse er fremforhandling av finansiering, valg av styre, valg av revisor, ansettelse av CFO og inngåelse av managementavtale. Det kan ikke sees å være redegjort nærmere for selskapets planer for hvordan eller på hvilke tidspunkter disse forholdene vil komme på plass. I forhold til finansieringen fremkommer kun at "it is contemplated that full financing will be secured prior to submitting of the listing application". Redegjørelsen synes også på for øvrig å gi til dels ufullstendige beskrivelser av selskapet og pågående prosesser.

På denne bakgrunn anser børsen at selskapet ikke innenfor fristen har oversendt en redegjørelse som er tilstrekkelig fyllestgjørende til å danne grunnlag for det innledende møte og videre opptaksprosess innenfor gjeldende tidsrammer. Børsen har ikke mottatt de faktiske opplysninger som er påkrevet for at målsettingen med det innledende møte kan oppnås.

Oslo Børs har ved flere anledninger den siste tiden uttrykt bekymring for kvaliteten på de redegjørelser som oversendes børsen i forkant av det innledende møte, senest i brev til børsmedlemmene av 26. januar 2006 (se vedlegg)

På denne bakgrunn oppfordrer Oslo Børs selskapet til å sende inn en fullstendig redegjørelse med sikte på et senere børsstyremøte, i tråd med de fremgangsmåter og innenfor de frister som oppstilles i børsens opptaksregler kapittel 6. Opptaksreglene er tilgjengelig på børsens hjemmesider (Om børsmarkedet/Om notering/Notering av aksjer og grunnfondsbevis). Det påpekes at innledende møte må avholdes senest 15 børsdager før endelig søknad sendes børsen, jf. Opptaksreglene punkt 6.1. Selskapet må i neste runde sørge for å avtale et rettidig innledende møte med børsen god tid i forkant. Redegjørelsen skal i sin tur sendes inn senest fem børsdager før det avtalte innledende møte.

3.3.3 Endring i opptaksprosess for aksjer, og enkelte avgifter (børssirkulære nr. 6/2006)

<http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

3.3.4 Notering av Europeisk Selskap (SE) ved Oslo Børs (e-post av 25.10.2006)

Henvendelse til Oslo Børs pr e-post 25.10.2006

En av våre klienter, som er et norsk børsnotert allmennaksjeselskap, vurderer å gjennomføre en omdanning til europeisk selskap (SE), med påfølgende flytting til en annen EØS-stat. Selskapet ønsker å opprettholde sin notering på Oslo Børs (selskapet er ikke, og planlegger ikke å bli, notert noe annet sted). Omdanningen til SE og utflytting til annen EØS-stat vil etter SE-regelverket kunne gjennomføres uten noen form for transaksjon, mao. det eksisterende rettssubjektet vil bestå, men i en ny selskapsform og med ny nasjonalitet.

Vi prøver i forbindelse med dette å klarlegge mulige problemstillinger i forhold til noteringen på Oslo Børs. I den sammenheng ville vi sette pris på deres synspunkter på det følgende:

-Etter børsforskriften § 2-1 kan norske allmennaksjeselskaper og tilsvarende utenlandske selskaper tas opp til notering. Det vil etter mitt syn ikke være særlig tvilsomt at et utenlandsk SE vil måtte anses som et tilsvarende utenlandsk selskap, gitt at SEer, etter SE-forordningen, i det vesentlig vil være underlagt lovgivningen for allmennaksjeselskaper i sine hjemland. Et norsk SE-selskap vil dog kunne hevdes å falle utenfor § 2-1. Etter mitt syn vil dette dog være en for streng tolkning av regelverket, jfr. bestemmelsen i SE-loven § 2 om at norske SE-selskaper er underlagt allmennaksjeloven med de unntak som følger av SE-regelverket. Jeg vil derfor anta at også et norsk SE-selskap kan være notert på Oslo Børs.

-Ettersom en omdanning/flytting ikke medfører noen endring av rettssubjekt, utstedelse av nye aksjer eller annen form for transaksjon, vil jeg anta at det ikke vil oppstå krav om prospekt.

-Jeg vil anta at det må inngås kursnoteringsavtale med virkning fra utflyttingen på linje med det som gjelder for andre utenlandske selskaper.

I den grad dere ser andre problemstillinger med en slik prosess, ville jeg også sette pris på å få høre om dette. Selskapet vil naturligvis bli gitt fyllestgjørende informasjon om prosessen via børsmeldinger dersom det skulle bli besluttet å gå videre med planen. Jeg understreker også for ordens skyld at denne henvendelsen naturligvis ikke er ment som en anmodning om noen form for formell forhåndsklarerering av en slik prosess.

Svar fra Oslo Børs pr. e-post 31.10.2006

Vi viser til din e-post vedrørende dette. De oppstilte spørsmål besvares kort nedenfor.

Når børsforskriften § 2-1 taler om "allmennaksjeselskap eller tilsvarende utenlandsk selskap", antar vi som utgangspunkt at dette også omfatter SE-selskaper. For utenlandske SE-selskaper må det på vanlig måte vurderes om det aktuelle selskap har karakteristika tilsvarende et norsk allmennaksjeselskap (typisk fritt omsettelige aksjer og adgang til å emittere offentlig). For norske SE-selskaper fremkommer det av SE-loven § 2 første ledd, tredje punktum at "krav i lovgivningen om organisering som allmennaksjeselskap [ikke] er ... til hinder for organisering som europeisk selskap". Lovgivers utgangspunkt synes å være at SE-selskaper skal sidestilles med allmennaksjeselskaper, og Oslo Børs antar at en slik forståelse kan legges til grunn ved fortolkningen av børsforskriften § 2-1. Forutsetningen må være at de bestemmelser i SE-loven/forordningen og selskapets vedtekter som går foran allmennaksjeloven etter SE-loven § 2 første ledd, første punktum ikke står i strid med gjeldende opptaksvilkår eller på annen måte svekker selskapets egnethet for notering.

Gitt at det ikke tilbys aksjer eller tas aksjer opp til notering i forbindelse med omdanningen, antar vi at det ikke utløses prospektplikt.

Det er riktig at selskapet ved en eventuell flytting ut av Norge må inngå kursnoteringsavtale, jf. børsforskriften § 23-7.

En omdanning som nevnt antas ikke å utløse noen vurdering etter børsforskriften § 2-7. Det understrekes imidlertid at børsen må motta adekvat informasjon om planlagt omdanning/flytting slik at forholdet til opptaksvilkårene og egnethetsvurderingen kan sjekkes ut, jf. også børsreglenes løpende forpliktelser punkt 2.7. Videre må informasjonsplikten i forhold til markedet overholdes.

3.4 OBLIGASJONER

3.4.1 Overføring av notering av lån mellom børsmarkedet og ABM (børssirkulære nr. 4/2006)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

3.4.2 Overgang til IAS for låntakere med børsnoterte lån og overføring av lån til ABM (børssirkulære nr. 8/2006)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

4. STRYKNING/SUSPENSJON

4.1 SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING I 2006

Selskap	Liste	Vedtaksdato	Siste noteringsdag
Unitor ASA	HL	17.01.2006	20.01.2006
Hands ASA	HL	31.01.2006	01.02.2006
Ibas Holding ASA	SMB	09.02.2006	10.02.2006
Håg ASA	SMB	28.03.2006	31.03.2006
Opticom ASA	HL	29.03.2006	18.04.2006
Guinor Gold Corportation	SMB	31.03.2006	03.04.2006
Oslo Areal	SMB	24.05.2006	07.06.2006
Smedvig ASA	HL	14.06.2006	16.06.2006
Fjord Seafood ASA	HL	05.07.2006	06.07.2006
Allianse	SMB	11.07.2006	13.07.2006
Office Line	SMB	12.07.2006	13.07.2006
NextGenTell Holding ASA	SMB	12.07.2006	17.07.2006
Consafe Ofshore AB	HL	13.07.2006	18.07.2006
Technor ASA	SMB	27.07.2006	28.07.2006
Visma ASA	HL	22.08.2006	24.08.2006
NEMI Forsikring ASA	SMB	27.10.2006	10.11.2006
Rica Hotels ASA	SMB	11.12.2006	13.12.2006
Gresvig ASA	HL	05.07.2006	10.07.2006
Active 24 ASA	SMB	05.10.2006	05.10.2006
P4 Radio Hele Norge	HL	22.12.2006	27.12.2006
Andvord Tybring Gjedde	HL	16.11.2006	20.11.2006
Nera	HL		18.10.2006

5. INFORMASJONSPLIKT – UTSTEDERFORPLIKTELSER

5.1 NYE REGLER

5.1.1 Nye EU-regler om offentliggjøring av opplysninger – orientering (børssirkulære nr. 7/2006)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

5.1.2 Høring – Endring i børsregler for børsnoterte selskaper – Regler for Oslo Axess (brev av 20.12.2006)

Se brev inntatt under pkt. 3.2

5.1.3 Årlig oversikt over offentliggjort informasjon – ny funksjonalitet i meldingssystemet (brev av 13.03.2006)

Fra 1. januar 2006 er utstedere av børsnoterte omsettelige verdipapirer pålagt å sende til børsen en årlig oversikt over informasjon som er gjort tilgjengelig for allmennheten¹, jf. børsforskriften § 5-2 femte og sjette ledd, som lyder:

“Utstedere av børsnoterte verdipapirer skal minst årlig utarbeide en oversikt over all informasjon de på bakgrunn av rettslige forpliktelser har gjort tilgjengelig for allmennheten de siste 12 måneder. Oversikten skal sendes prospektmyndigheten etter at årsregnskapet er offentliggjort.

Bestemmelsen i femte ledd får ikke anvendelse for utstedere som bare utsteder ikke-aksjerelaterte verdipapirer med pålydende på minst 50.000 euro.”

Plikten omfatter informasjon som er gjort tilgjengelig på bakgrunn av børs- og selskapsrettslige forpliktelser.² Dette antas i første rekke å omfatte prospekter, års og delårsrapporter, generalforsamlingsbeslutninger, annen informasjon distribuert gjennom børsmeldinger og selskapsdokumenter gjort tilgjengelig i Foretaksregisteret eller annet tilsvarende selskapsregister utenfor Norge (eksempelvis vedtekter og generalforsamlingsprotokoller). Informasjon som er offentliggjort eller gjort tilgjengelig uten at det springer ut av en slik rettslig forpliktelse – typisk markedsføringsinformasjon – skal ikke fremkomme av oversikten.

For ordens skyld påpekes at plikten omfatter også utstedere av obligasjoner, til tross for at ovennevnte bestemmelse kun fremkommer av børsforskriftens aksjekapittel. Plikten gjelder imidlertid ikke for utstedere som kun utsteder obligasjoner, warrants eller andre ikke-aksjerelaterte verdipapirer med pålydende på minst 50 000 euro.

Oversikten må sendes Oslo Børs senest 20 arbeidsdager etter at styrets forslag til årsregnskap er offentliggjort i samsvar med Løpende forpliktelser punkt 5.4 første avsnitt (aksjer)/Obligasjonsreglene punkt 3.3.3 (obligasjoner).³ Oversikten skal offentliggjøres etter reglene om offentliggjøring av prospekt, jf. verdipapirhandelloven 5-19.⁴ Dersom oversikten sendes som børsmelding, legger Oslo Børs til grunn at plikten til offentliggjøring av oversikten er oppfylt. Plikten til å annonsere i riksdekkende avis antas ikke å få anvendelse for den årlige oversikten.

For å forenkle oppfyllelsen av ovennevnte plikt, er det utarbeidet en funksjonalitet i meldingssystemet kalt “Årlig oversikt”, hvor utsteder kan få oversikt over børsmeldinger som er sendt av utsteder i definerte perioder. Oversikten inneholder ikke meldingstypene “flagging”, “meldepliktig handel”, “notering av verdipapirer”, “særlig observasjon”, “børspause” eller “suspensjoner”, ettersom disse normalt ikke vil inneholde informasjon fra utsteder. Se vedlagte brukerveiledning.

¹ Plikten gjelder utstedere som har Norge som hjemstat i prospektdirektivets forstand. Andre utstedere må sende den årlige oversikten til sine respektive hjemstater, jf prospektdirektivet art 10(2).

² Jf. nærmere angivelse i prospektdirektivet (direktiv 2003/71/EF) art 10(1).

³ . kommisjonsforordning (EF) nr. 809/2004 art 27(2), som iht forskrift av 9. desember 2005 nr. 1422 § 1 gjelder som forskrift.

⁴ Kommisjonsforordning (EF) nr. 809/2004 art 27(3).

Utstedere som har utstedt verdipapirer på flere tickere må sørge for at oversikten dekker børsmeldinger sendt på samtlige tickere. Oversikten må minst dekke den foregående tolv månedersperioden, eller perioden siden offentliggjøringen av siste års oversikt dersom denne er lengre.

Oversendelse av en oversikt over børsmeldinger for den aktuelle periode, slik disse fremkommer ved bruk av funksjonaliteten, vil i utgangspunktet oppfylle utsteders plikt. Følgende tilføyelser må imidlertid gjøres manuelt

- (i) Børsmeldinger sendt av selskapet vedrørende flagging eller meldepliktig handel i eget selskap;
- (ii) Selskapsdokumenter sendt til Foretaksregisteret og gjort tilgjengelig av Foretaksregisteret;
- (iii) Informasjon offentliggjort eller gjort tilgjengelig på bakgrunn av børs- eller selskapsrettslige forpliktelser i andre jurisd iksjoner enn Norge.
- (iv) Annen informasjon selskapet har offentliggjort eller gjort tilgjengelig for allmennheten på bakgrunn av børs- eller selskapsrettslige forpliktelser.

For tilføyelser som gjøres manuelt må utsteder sørge for at det gis tilsvarende opplysninger som de som fremkommer av oversikten over børsmeldinger, herunder dato for offentliggjøring og hvor den informasjonen det er henvist til kan innhentes.

Videre må det opplyses om deler av informasjonen er utdatert og i tilfelle må de aktuelle deler identifiseres.⁵

Oversikten vil bli lagt ut på Newsweb under meldingstypen "Årlig oversikt".

Utstedere som ikke har tilgang til meldingssystemet, må selv utforme fremgangsmåter for oppfyllelse av plikten.

5.1.4 Guidelines for the disclosure of hydrocarbon reserves, contingent resources and results from exploration activities (børssirkulære januar/februar 2007)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2> (januar/februar).

5.2 INFORMASJONSPLIKT

5.2.1 Global Geo Services ASA – Overtredelse av informasjonsplikt (børsstyresak av 19.12.2006)

Protokoll fra styremøte i Oslo Børs ASA 19. desember 2006

1 Innledning

Saken gjelder spørsmål om Global Geo Services ASA (GGS) har brutt plikten til å informere markedet om innsideinformasjon som direkte angår selskapet, samt om selskapet offentliggjorde styrets forslag til endelig årsregnskap for 2005 i tide, herunder om det ble gitt opplysninger om at revisor hadde inntatt presiseringer i sin beretning.

2 Kort om GGS

⁵ Jf. kommisjonsforordning (EF) nr. 809/2004 art 27(3) art. 27 (1).

GGG leverer seismiske data og tjenester til olje og gass industrien. GGS utvikler også smartbrønntstyr og prosesseringstjenester via datterselskapene Nescos AS og Spectrum Ltd. GGS' aksjer er notert på Oslo Børs' SMB-liste (OB Match) med ticker "GGG".

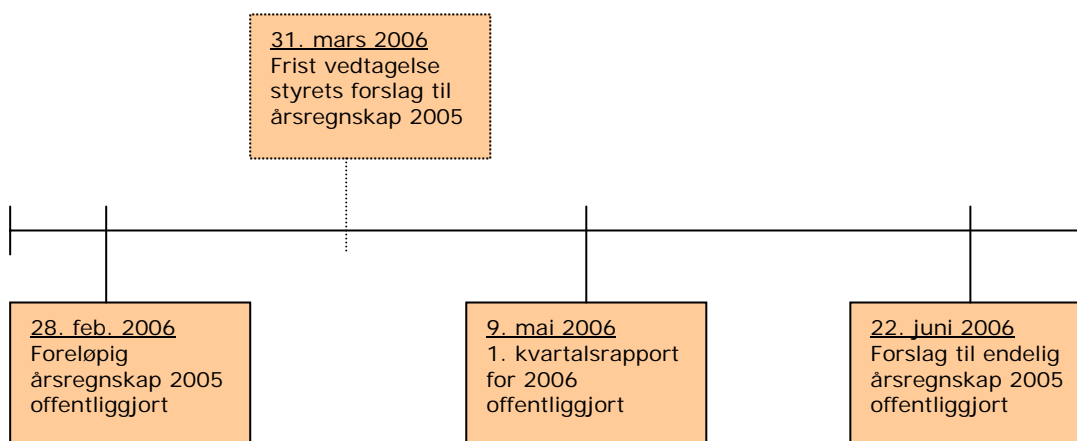
3 Sakens bakgrunn

3.1 Offentliggjøring årsregnskap for 2005 mv.

GGG offentliggjorde den 28. februar 2006 sitt foreløpige årsregnskap for 2005, jf. vedlegg 1. Selskapets delårsregnskap for 1. kvartal 2006 (også kalt Q1-rapporten), der 2005-tallene var inkludert, ble offentliggjort den 9. mai 2006, jf. vedlegg 2. Den 22. juni 2006 offentliggjorde GGS styrets forslag til endelige årsregnskap for 2005, jf. vedlegg 3.

Revisjonsberetningen i årsregnskapet for 2005 er datert 21. juni 2006. Revisor har i årsrapporten inntatt en presisering i sin beretning der det bl.a. heter at "fortsatt drift forutsetter positiv salgsutvikling, reforhandling av låneforfall og/eller tilførsel av ny egenkapital", jf. til slutt i årsrapporten (vedlegg 3). GGS sendte ikke noen særskilt melding om revisors presisering i forbindelse med offentliggjøringen av årsrapporten.

Kronologisk kan selskapets offentliggjøring av sin finansielle rapportering i saken fremstilles som følger:



Som det vil fremgå knytter det spørsmål til om GGS' finansielle rapportering i to perioder: 1) avvik mellom det foreløpige årsregnskap og Q1-rapporten og 2) avvik mellom Q1-rapporten og styrets forslag til endelig årsregnskap.

3.2 Tallmessige avvik

Den finansielle rapporteringen til GGS i det foreløpige årsregnskapet, viser til dels betydelige avvik i forhold 2005-tallene i delårsregnskapet for 1. kvartal 2006. Selskapets Q1-rapport avviker også til dels betydelig fra det endelige årsregnskapet for 2005.

Sentrale tall i rapporteringen (i TNOK) er:

Post	Foreløpig 2005 av 28. feb. 2006	Q1 2006 av 9. mai 2006	Endelig 2005 av 22. juni 2006
Drifts- kostnader	73 784	77 733	82 311
Drifts- resultat	-12 492	-15 849	-21 606
Driftsresult. "seismic activities"	-2060	-6180	-69 562
Driftsresult. "well solutions"	-10 433	-9669	47 955
Kontantstrøm operasjonell drift	67 753	10 253	-4693

Den finansielle rapporteringen er inntatt i vedlegg 1, 2 og 3.

Kursen til GGS falt med 8,6 % etter offentliggjøringen av det foreløpige årsregnskapet den 28. februar 2006, jf. vedlegg 4. Kursen falt ikke nevneverdig da det endelige årsregnskapet ble offentliggjort. På dette tidspunktet vurderte en tredjepart å legge inn et frivillig tilbud på GGS, jf. børsmeldinger av bl.a. 16. og 29. juni 2006 i vedlegg 5.

3.3 Sentrale tidspunkt

Av det foreløpige årsregnskap for 2005 fremkommer driftskostnader på TNOK 73 784, som er TNOK 3949 mindre enn tallene offentliggjort i Q1-rapporten. Økningen i driftskostnader utgjør 5,35 %. ⁶ GGS har opplyst børsen at selskapet under utarbeidelsen av Q1-rapporten, ble klar over kostnader i forbindelse med dets Øst-Timor-engasjement som var utelatt i det foreløpige regnskapet. I følge selskapet ble feilen oppdaget den 19. april 2006. Q1-rapporten ble offentliggjort den 9. mai, altså 20 dager senere.

Av Q1-rapporten fremkommer driftskostnader for 2005 på TNOK 77 733, som er TNOK 4578 mindre enn tallene offentliggjort i det endelige årsregnskapet for 2005. Økningen i driftskostnader utgjør 5,89 %. ⁷ GGS har opplyst børsen at selskapet, i forbindelse med revisjon av årsregnskapet for 2005, ble gjort oppmerksom på ekstra avsetning til tap på fordring knyttet til datterselskap i Hong Kong. I følge selskapet ble feilen oppdaget den

⁶ Fratrukket avskrivninger og reversering av nedskrivning, utgjør forskjellen i driftskostnader mellom rapporteringene 8,23 %, jf. pkt. 7.2.2.

⁷ Fratrukket avskrivninger og reversering av nedskrivning, utgjør forskjellen i driftskostnader mellom rapporteringene 8,84 %, jf. pkt. 7.2.3.

9. juni 2006. Styrets endelige forslag til årsregnskap for 2005 ble offentliggjort den 22. juni, altså 13 dager senere. Det er i Q1-rapporten ikke inntatt noen eksplisitt omtale av avvikene fra det foreløpige årsregnskapet.

Det er i tillegg til ovennevnte avvik mellom det foreløpige årsregnskapet og Q1-rapporten med hensyn til kontantstrøm og segmentrapportering. GGS har overfor børsen forklart at de ble kjent med kontantstrømviket den 9. mai kl. 09.00. Delårsregnskapet for 1. kvartal ble presentert samme dag kl. 14.00.

Også mellom Q1-rapporten og styrets endelige forslag til årsregnskap er det avvik når det gjelder kontantstrøm og segmentrapportering. GGS har opplyst børsen at selskapet ble kjent med disse avvikene den 18. mai. Styrets endelige forslag til årsregnskap for 2005 ble offentliggjort den 22. juni, altså 35 dager senere. Det er i det endelige forslaget til årsregnskap ikke inntatt noen eksplisitt omtale av avvikene fra Q1-rapporten.

4 Saksbehandling

Oslo Børs tilskrev GGS på bakgrunn av den forsinkede offentliggjøringen og avvikene i rapporteringen, jf. brev av 13. juli 2006 inntatt i vedlegg 6. Selskapet besvarte henvendelsen i brev av 15. august 2006, jf. vedlegg 7. Børsen og GGS var i september og oktober i kontakt per e-post, og avholdt et møte i sakens anledning den 26. oktober. På bakgrunn av møtet tilskrev GGS børsen den 3. november, jf. vedlegg 8. I brevet utdypes forklaringen gitt i brev av 15. august. GGS' ble forelagt børsens foreløpige vurderinger den 5. desember, og inngav sitt tilsvarende den 11. desember, jf. vedlegg 9.

5 Rettslig grunnlag

5.1 Styrets vedtagelse av endelig årsregnskap og revisors merknader

Etter Oslo Børs' Regler for selskap med børsnoterte aksjer og grunnfondsbevis (løpende forpliktelser) pkt. 5.2 første ledd skal styrets forslag til årsregnskap vedtas innen "tre måneder etter regnskapsårets utgang", jf. børsforskriften § 6-3 første ledd. Med mindre et selskap har avvikende regnskapsår, skal styrets forslag for generalforsamlingen være vedtatt innen utgangen av mars måned.

Pkt. 5.4 tredje ledd i børsens løpende forpliktelser krever at børsnoterte selskap sender særskilt melding til børsen dersom revisor har inntatt presiseringer i sin revisjonsberetning. Tilsvarende krav følger av børsforskriften §§ 6-3 første ledd og 6-5 annet ledd.

Etter børsreglene pkt. 5.4 første ledd annet punktum skal det strakts offentliggjøres særskilt børsmelding der det er avvik mellom foreløpig og endelig forslag til styrets årsregnskap.

5.2 Offentliggjøring av insideinformasjon

Etter Oslo Børs' løpende forpliktelser pkt. 3.2.1 og 3.2.2 skal GGS uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre:

"... insideinformasjon som direkte angår selskapet, jf. verdipapirhandelloven § 2-2 første til tredje ledd."

Tilsvarende krav følger av børsforskriften § 5-2 første ledd. Insideinformasjon er i verdipapirhandelloven (vphl.) § 2-2 første ledd definert som:

"Med insideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke

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

Definisjonen stiller tre hovedvilkår for at opplysninger skal anses som insideinformasjon. For det første må det dreie seg om "presise" opplysninger om de aktuelle finansielle instrumentene. Videre må opplysningene være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene "merkbart". Til slutt må det dreie seg om opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

De to første vilkårene (dvs. kravet om at opplysningene skal være presise og påvirke kursen merkbart) er nærmere definert i vphl. § 2-2 annet og tredje ledd:

"Med presise opplysninger, menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.

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

Kravet loven stiller til opplysningenes presisjon, er som det fremgår relativt begrenset. Etter forarbeidene til bestemmelsen er vilkåret om "presise opplysninger" først og fremst ment å avgrense mot rykter og spekulasjoner, jf. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) Om endringer i verdipapirhandeloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet mv.) ("Ot. prp.") pkt. 4.5.

Det andre vilkåret i definisjonen av insideinformasjon, at opplysningene skal være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart, er i loven nærmere angitt som en "fornuftig investor test", jf. § 2-2 tredje ledd. Etter forarbeidene er det avgjørende kriteriet i denne sammenheng hvorvidt "den alminnelige fornuftige investor ville tillagt opplysningene vekt dersom den inngikk i vedkommendes beslutningsgrunnlag", jf. Ot. prp. pkt. 4.5. Det er etter loven intet vilkår at kursen til de finansielle instrumentene faktisk påvirkes. Vurderingen skal således foretas "ex ante", dvs. i forkant av den aktuelle handling (som f. eks kan være et kjøp eller offentliggjøring av informasjon).

Til slutt må opplysninger være ikke-offentlig tilgjengelige eller allment kjente i markedet, for å omfattes av definisjonen av insideinformasjon. Etter Oslo Børs' løpende forpliktelser pkt. 5.1 fjerde ledd, skal ingen uvedkommende gis tilgang til regnskapsopplysninger, jf. børsforskriften § 6-1.

Det må vurderes konkret om en opplysning er å anse som insideinformasjon. Vurderingen vil kunne falle ulikt ut for forskjellige selskap og markeder. Det foreligger rettspraksis som angir nærmere hva som menes med insideinformasjon. Det er etter børsens vurdering ikke nødvendig å vurdere denne praksisen nærmere her.

På nærmere vilkår kan et børsnotert selskap utsette offentliggjøringen av insideinformasjon som direkte angår foretaket, jf. børsens løpende forpliktelser pkt. 3.2.1 annet til femte ledd. Det vises til pkt. 7.2.6 nedenfor for en gjennomgang av disse bestemmelsene.

GGG har anført at styrets endelige forslag til årsregnskap ble vedtatt for sent på grunn av en utvidelse av konsernet og overgangen til IFRS.

I sine brev viser GGS til at kostnadene knyttet til prosjektet i Øst-Timor ble uteglemt og at det var revisor som gjorde selskapet oppmerksom på avsetningen til tap på kundefordring i datterselskap. Sistnevnte kom frem helt i slutten av prosessen, og selskapet kunne ikke ha offentliggjort denne informasjonen tidligere. Avvikene for driftskostnader, kontantstrøm og segmentrapportering anses av GGS som ikke-vesentlige, og således ikke underlagt noen særskilt informasjonsplikt.

GGG fremhever videre at selskapets rutiner for regnskapsrapportering er gode, og at det etter overgangen til IFRS er avsatt ytterligere ressurser til dette området.

I sitt brev av 11. desember tar GGS "den redegjørelse og begrunnelse" som er gitt av Oslo Børs til etterretning. Selskapet erkjenner at det "grunnet den foreliggende situasjonen ikke klarte å overholde kravene for vedtagelse av årsregnskap". Videre ser GGS at de på et tidlig tidspunkt burde kontaktet børsen for å rådføre seg med hensyn til hvorledes man skulle forholde seg til de løpende rapporteringsforpliktelsene. I brevet fastholder GGS at avvikene i rapporteringen ikke var kurssensitive.

Det vises til pkt. 7 nedenfor for en nærmere drøftelse av GGS' anførsler, samt vedlegg 7, 8 og 9.

7 Børsens vurderinger

7.1 Styrets vedtagelse av endelig årsregnskap og revisors merknader

GGG's forslag til endelige årsregnskap ble vedtatt 21. juni (og offentliggjort den 22. juni 2006), i underkant av tre måneder etter fristen i børsens løpende forpliktelser pkt. 5.2 første ledd. Selskapet har ikke gitt særskilt melding om at revisor hadde inntatt presiseringer i sin beretning slik det plikter etter børsreglene pkt. 5.4 tredje ledd. GGS har heller ikke gitt melding om at det var avvik mellom det foreløpige og endelige forslaget til årsregnskap, jf. de løpende forpliktelsene pkt. 5.4 første ledd annet punktum.

GGG har i brevet av 15. august 2006 anført at den forsinkede regnskapsrapporteringen skyldes et oppkjøp med betydelig utvidelse av konsernet, samt overgangen til IFRS, jf. brevets pkt. 2. Videre anføres det at bakgrunnen for at selskapets ikke offentliggjorde melding om revisors presisering, var at "revisjonen av datterselskaper tok lang tid", jf. brevets pkt. 4. Samme forhold er i utgangspunkt fremhevet i brevet av 11. desember.

Oslo Børs ser at GGS' oppkjøp og overgang til IFRS medførte store rapporteringsmessige utfordringer. Børsnoterte selskaper må imidlertid søke om dispensasjon dersom det skal rapporteres etter de angitte fristene, jf. børsens løpende forpliktelser pkt. 5.6 og børsforskriften § 6-7. Hensynet til markedet og investorer tilsier at selskaper kun i unntakstilfeller bør gis adgang til forsinket rapportering. Manglende kapasitet vil generelt sett ikke være grunn god nok til å fravike rapporteringsfristene. Selskaper som selv ikke har kapasitet til å forstå den lovpålagte regnskapsutarbeidelsen, må derfor som utgangspunkt sørge for ekstern bistand i slike situasjoner.

Oslo Børs finner med dette at GGS har overtrådt de løpende forpliktelsene pkt. 5.2 første ledd, samt 5.4 første ledd annet punktum og tredje ledd, jf. børsforskriften §§ 6-3 første ledd og 6-5 annet ledd.

7.2 Offentliggjøring av innsideinformasjon

7.2.1 Vurderingstemaer

Etter Oslo Børs' vurdering reiser saken flere spørsmål knyttet til behandlingen av innsideinformasjon:

1. Var avvikene mellom det foreløpige årsregnskapet og delårsregnskapet for 1. kvartal 2006 å anse som innsideinformasjon?
2. Var avvikene mellom delårsregnskapet for 1. kvartal 2006 og det endelige årsregnskapet å anse som innsideinformasjon?
3. Kan delårsregnskapet for 1. kvartal 2006 anses som tilstrekkelig melding om rapporteringsavvikene?
4. Dersom avvikene var innsideinformasjon og delårsregnskapet ikke var tilstrekkelig melding, hadde GGS adgang til å utsette offentliggjøring av opplysninger om avvikene?

Spørsmålene er drøftet i det følgende, jf. pkt. 7.2.2 til pkt. 7.2.5.

7.2.2 Avvik mellom det foreløpige årsregnskapet og Q1-rapporten

Oslo Børs legger som utgangspunkt til grunn at kvalifiserte (dvs. ikke-ubetydelige) avvik mellom et foretaks foreløpige og endelige regnskapstall vil kunne være innsideinformasjon. Slike opplysninger vil etter omstendighetene være presise og bli lagt vekt på av alminnelige fornuftige investorer, jf. vphl. § 2-2.

GGs har anført at avvikene mellom det foreløpige årsregnskapet og Q1-rapporten ikke var vesentlige, jf. f. eks brev av 3. november pkt. 4. Det er her vist til en redegjørelse selskapet gav for avvikene i børsmelding av 30. juni 2006. I følge vphl. § 2-2 er det ikke et vilkår at en innsideopplysning skal kunne påvirke kursen på et selskaps aksjer vesentlig, jf. pkt. 6.2 ovenfor.

Avvikene mellom GGS' foreløpige årsregnskap og 2005-tallene i delårsregnskapet for 1. kvartal 2006, var på enkelte punkter betydelige, jf. pkt. 3.2 ovenfor. Oslo Børs finner her grunn til å fremheve avviket på TNOK 3949, dvs. ca. 5,5 %, i foretakets driftskostnader og derved driftsresultat. Fratrukket avskrivninger og reversering av nedskrivning, utgjør forskjellen i driftskostnader mellom rapporteringene 8,23 %. Det bemerkes at det mellom de foreløpige tallene og Q1-rapporten også var avvik med hensyn til kontantstrøm og segmentrapportering. Kontantstrømmen forble positiv, men ble redusert fra TNOK 67 753 til TNOK 10 253. GGS har brev av 3. november pkt. 3 beskrevet dette som en:

"feilplassering mellom operasjonell drift og investeringsaktivitet. MNOK 57,5 relatert til en reversering av en tidligere nedskrivning av aksjene i Nescos var feilklassifisert som kontantstrøm fra investeringer. Denne reverseringen har ingen kontanteffekt og skulle vært nettet mot kontantstrøm fra operasjonell drift."

Når det gjelder avvikene i segmentrapportering i denne perioden heter det som følger i brevets pkt. 2:

Det ble ikke oppdaget feil på segmentrapporten for år 2005 i forbindelse med utarbeidelse av Q1-2006 rapporten. Når man utarbeider kvartalsrapporter forventer man at tallene rapportert for fjoråret er korrekte, så det ble ikke gjennomført kvalitetssikring av årstallene for 2005 da Q1-2006 ble utarbeidet.

Selskapet sendte over forslag til noter til revisjon den 18.05.06 og da med korrekt segmentnote. Selskapet ble den 18. mai 2006 klar over at segmentrapporten presentert tidligere for år 2005 inneholdt en feilaktig fordeling mellom seismisk aktivitet og brønnløsninger. Segmentrapporten for 2005 som ble presentert

28.02.06 og 9.05.06 viser resultatet og den finansielle stillingen til datterselskapet Nescos. Dette resultatet var som forventet av markedet og styret fant det derfor ikke nødvendig å presisere den feilaktige fordelingen separat. Dette ble derfor ikke kommunisert til markedet før den 21.juni 2006. Feilfordelingen var reversering av patentrettigheter, en regnskapspost som ikke er bokført i Nescos sitt regnskap, men kun er en konsernpost i regnskapet.

Oslo Børs merker seg GGS' redegjørelse for disse forholdene. For øvrig vises det til pkt. 7.2.3 nedenfor der spørsmålet om avvik i kontantstrøm og segmentrapportering er drøftet i mer detalj.

Informasjon om kostnadene knyttet til GGS' drift er rimeligvis presise opplysninger. Som nevnt i pkt. 6.2 over er vurderingen av en opplysnings kurspåvirkningspotensial relativ, i den forstand at et avvik fra meldte tall vil kunne være å anse som innsideinformasjon for et foretak, men ikke nødvendigvis et annet.

Etter Oslo Børs' vurdering kan mye tale for at avviket mellom det foreløpige årsregnskapet og delårsregnskapet for 1. kvartal 2006, var å anse som innsideinformasjon. GGS' aksje verdsettes på bakgrunn av flere forhold, herunder forventet fremtidig inntjening. Avvik fra rapporterte tall er i seg selv negativ, og økte driftskostnader og lavere resultat bidrar til å svekke investorers tro på selskapet. Det bemerkes at GGS-aksjen falt merkbart etter fremleggelsen av de foreløpige tallene den 28. februar, og det er ikke usannsynlig at kursfallet hadde vært enda større dersom markedet hadde vært gitt korrekte tall. Vurderingen av opplysningenes kurspåvirkningspotensial er likevel uavhengig at det faktiske verdifallet som fant sted.

Oslo Børs finner det ikke nødvendig å trekke noen entydig konklusjon på dette punktet, ettersom det for neste periode, dvs. mellom Q1-rapporten og styrets endelige forslag til årsregnskap, uansett oppsto innsideinformasjon i selskapet, jf. pkt. 7.2.3 nedenfor. Dersom avvikene i kostnader og resultat mellom det foreløpige årsregnskapet for 2005 og Q1-rapporten var å anse som innsideinformasjon, opphørte opplysningene å være kurssensitive da delårsregnskapet for 1. kvartal ble offentliggjort den 9. mai 2006. Selv om GGS ikke gav tilstrekkelig melding om disse rapporteringsavvikene (jf. pkt. 7.2.5 nedenfor), synes det klart at opplysningene ble gjort "offentlig tilgjengelig", jf. vphl. § 2-2 første ledd.

7.2.3 Avvik mellom Q1-rapporten og det endelige årsregnskapet

De fleste børsnoterte selskap leverer ulike typer produkter og tjenester eller har virksomhet i geografiske områder med ulik avkastning og risiko. For at regnskapsbrukerne skal kunne ha mulighet til å vurdere selskapets avkastning og risiko er det nødvendig å gi detaljert informasjon om de enkelte områdene. Etter det Oslo Børs kan se har GGS to hovedforretningsområder, nemlig "seismic activities" og "well solutions". Opplysninger om fra hvilke områder resultat og kontanter genereres fra, vil kunne være viktig for vurderingen av selskapet.

GGs har i brev av 11. desember omtalt rapporteringsavvikene som følger:

"GGs fastholder sin oppfatning om at den manglende rapporteringen av endringer i regnskapsavleggelsen angitt forhold som ikke var vesentlige for selskapets aksjonærer og finansmarkedet. GGS er av den oppfatning at de regnskapsmessige avvikene angikk forhold som aksjonærer og markedet ikke tillegger videre betydning i vurderingen av GGS-aksjen som investeringsobjekt."

Oslo Børs deler ikke denne vurderingen. Også mellom 2005-tallene i delårsregnskapet for 1. kvartal 2006 og det endelige forslaget til årsregnskap, var det til dels betydelige avvik, jf. pkt. 3.2 ovenfor. Igjen finner børsen grunn til å fremheve avvikene mellom driftskostnadene og resultat (fratrasket avskrivninger og reversering av nedskrivning,

utgjør forskjellen i driftskostnader mellom rapporteringene 8,84 %). For denne perioden synes det i tillegg klart at GGS har hatt kunnskap om avvik i kontantstrøm og segmentrapportering (fra 18. mai til 22. juni, jf. brev av 3. november). Det bemerkes at kontantstrømmen ved fremleggelsen den 22. juni var negativ i motsetning til de foregående rapportene, samt at revisor hadde bemerkninger vedrørende behovet for penger til videre drift. Dette er i seg selv noe en fornuftig investor ville lagt vekt på ved sin investeringsbeslutning. Når det gjelder segmentrapporteringen, så er dette sentral informasjon for investorer og selskaper i vurderingen av GGS' resultat og stilling. Selskapers regnskaper er ofte en sum av mange forskjellige elementer med forskjellig risiko og avkastning. For å vurdere prestasjonene er det derfor nødvendig å ha innsikt i hvilke deler av enhetens virksomhet som bidrar til den økonomiske utviklingen. Regnskapsrapportering av segmenter gjør det lettere å bedømme risikoen og avkastningen for de enkelte områdene og derigjennom foretaket som helhet. GGS har i nærværende sak hatt kunnskap om feilrapporteringen i over en måned.

Etter Oslo Børs' vurdering synes det klart at opplysninger i denne perioden om avvik i driftskostnader og driftsresultat, samt kontantstrøm og segmentrapportering, i sum var å anse som innsideinformasjon. Avvikene opphørte å være innsideinformasjon ved offentliggjøringen av styrets endelige forslag til årsregnskap for 2005, dvs. den 22. juni 2006.

7.2.4 Tidspunkt rapporteringsavvikene ble å anse som innsideinformasjon

Det kan reises spørsmål om på hvilket tidspunkt opplysningene om rapporteringsavvikene ble innsideinformasjon. I GGS' brev av 15. august 2006 heter det som følger, jf. pkt. 1:

"Selskapet ble ved utarbeidelsen av Q1-2006 rapporten selv klar over at kostnadene til Øst Timor regjeringen... var uteglemt i årsregnskapet. Selskapet korrigererte derfor andre driftskostnader i kolonnen foreløpige årsregnskap 2005. Dette var en økning av kostnader på ca 6 % og ble vurdert som ikke avgjørende av selskapets ledelse og styre...

Før endelig årsregnskap ble vedtatt ønsket vår norske revisor... at avsetning til tap på kundefordringer i vårt datterdatter selskap... skulle justeres. Dette kom frem helt i slutten av prosessen og styret kunne ikke offentliggjort denne informasjonen på et raskere tidspunkt enn 22. juni 2006"

I brevet tidfestes ikke tidspunktet for uteglemmelsen. Videre fremkommer det at revisors ønske om justeringen i avsetning til tap på kundefordringer, kom frem rett før det endelige årsregnskapet ble offentliggjort.

GGs har i etterkant av ovennevnte brev opplyst Oslo Børs at avvikene i driftskostnader mellom det foreløpige årsregnskapet og Q1-rapporten ble oppdaget den 19. april 2006. Q1-rapporten ble offentliggjort den 9. mai, altså 20 dager senere. Avvikene i kostnader mellom Q1-rapporten og styrets forslag til endelig årsregnskap ble oppdaget den 9. juni. Styrets endelige forslag til årsregnskap for 2005 ble offentliggjort den 22. juni, altså 13 dager senere. I samme brev har GGS opplyst at selskapet ble kjent med feilene i kontantstrøm og segmentrapportering den 18. mai, altså 35 dager før styrets endelige tall ble offentliggjort.

Plikten til å informere markedet oppsto på samme tidspunkt som opplysningen var å anse som innsideinformasjon, jf. pkt. 6.2 ovenfor. I nærværende sak synes det derved klart at innsideinformasjon i det minste, oppsto da GGS ble kjent med summen av avvik (driftskostnader, driftsresultat, kontantstrøm og segmentrapportering), dvs. den 9. juni.

7.2.5 Delårsregnskapet for 1. kvartal 2006

GGs offentliggjorde i perioden mellom det foreløpige og det endelige årsregnskapet, ingen særskilt melding om rapporteringsavvikene. I sitt brev av 15. august 2006 hevder GGS at melding om avvikene ble gitt i form av delårsregnskapet for 1. kvartal 2006.

Oslo Børs finner ikke dette spørsmålet avgjørende for saken ettersom det synes klart at det var insideinformasjon i GGS fra 9. til 22. juni (altså etter at Q1-rapporten var offentliggjort), men bemerker likevel at det i Q1-rapporten ikke er inntatt noen eksplisitte omtale av at det foreløpige regnskapet for 2005 avviker fra tallene i delårsregnskapet. Det er heller ikke inntatt opplysninger om at ytterligere justeringer vil kunne bli foretatt i de endelige 2005-tallene.

Børsnoterte selskaper som gir markedet melding om insideinformasjon må gjøre dette på en korrekt og lettfattelig måte, f. eks slik at markedsføring og offentliggjøring av opplysninger som utgangspunkt ikke kombineres, jf. børsens løpende forpliktelser pkt. 4.1 femte ledd og børsforskriften § 5-2 tredje ledd. Opplysninger som offentliggjøres må være komplette, korrekte og muliggjøre en rettidig vurdering av det aktuelle forholdet. Dette følger av lovkravet om løpende informasjonsplikt (jf. børsloven § 5-7 første ledd) og vilkåret om "børsmelding" i børsens løpende forpliktelser pkt. 3.2.1 første ledd, jf. børsforskriften § 5-2 første ledd. I EUs markedsmissbruksdirektiv (som de norske reglene bygger på) er følgende presisering inntatt, jf. direktiv 2003/124/EØF art. 2 nr. 1 annet ledd:

"Member States shall ensure that the inside information is made public by the issuer in a manner which enables fast access and complete, correct and timely assessment of the information by the public."

Ovennevnte bestemmelse er ikke gjennomført i norsk rett ettersom det også før direktivgjennomføringen var klart forutsatt at informasjon som offentliggjøres skal møte nevnte vilkår, jf. Kredittilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 pkt. 3.2.1.

I lys av kravene over kan 2005-taloppstillingene i GGS' delårsregnskap for 1. kvartal 2006 ikke anses som tilstrekkelig melding om avvikene mellom det foreløpige årsregnskapet og kvartalsregnskapet. Det ble ikke gitt noen melding om rapporteringsavvik mellom delårsregnskapet for 1. kvartal 2006 og det endelige årsregnskapet. Børsen legger derved til grunn at GGS i den aktuelle perioden ikke har gitt markedet tilstrekkelige opplysninger om rapporteringsavvikene.

7.2.6 Utsatt offentliggjøring

All den tid avvikene mellom det foreløpige årsregnskapet og hhv. 2005-tallene i delårsregnskapet for 1. kvartal 2006 og det endelige årsregnskapet utgjorde insideinformasjon, skulle markedet vært gitt melding. Slik melding ble ikke gitt. Spørsmålet blir derved om GGS kunne utsette offentligjøringen av opplysninger om rapporteringsavvikene. Etter Oslo Børs' løpende forpliktelser pkt. 3.2.1 annet ledd kan børsnoterte selskap utsette offentligjøring av insideinformasjon som direkte angår selskapet for ikke å:

"... skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt..."

Vilkåret om "legitime interesser" er utdypet i bestemmelsens andre og tredje ledd, hvoretter:

"Legitime interesser som nevnt i første ledd kan typisk relatere seg til:

a) Pågående forhandlinger...

- b) *Beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av annet selskapsorgan for å tre i kraft som følge av selskapets organisering...*"

Det er kun i unntakstilfeller at selskaper kan påberope seg bestemmelsen, jf. børssirkulære nr. 3/2005 pkt. 3.6.1 med bl.a. henvisning til Kredittilsynets høringsnotat (forarbeider til børsforskriften § 5-3 som selskapsreglene bygger på).

Det synes klart at et selskap som er i ferd med å avlegge/sammenstille et regnskap, ikke behøver å informere markedet løpende om regnskapsmessige forhold. Som utgangspunkt kan derved "alminnelige" regnskapsmessige forhold rapporteres periodisk. I Kredittilsynets høringsnotat omtales dette i pkt. 3.3.3 som følger:

"Adgangen [til utsatt offentliggjøring] synes også relevant ved oppstilling av regnskapstall i forbindelse med foretakenes periodiske rapportering og for andre regnskapsopplysninger (jf. notatets 3.3.6 om såkalte resultatvarsler). Når det gjelder et foretaks budsjetter, prognoser og estimater, så vil også dette i noen tilfeller kunne være innsideinformasjon... En ordning hvorved markedet orienteres om et foretaks budsjetter, prognoser og estimater virker imidlertid lite hensiktsmessig... Gitt opplysningenes usikre karakter må det antas at offentliggjøring vil kunne villede investorer og tilkjenne strategiske, men "uferdige" beslutninger av foretaket. Kredittilsynet antar derfor at foretakene vil ha en legitim interesse i å ikke offentliggjøre slike opplysninger fortløpende..."

Avsnittet omtaler børsnoterte selskaps "ordinære" regnskapsavleggelse, ikke tilfeller der det er rapportert om et forhold som er rapportert og senere viser seg å være ukorrekt, jf. nedenfor. I Kredittilsynets høringsnotat omtales også såkalte resultatvarsler (forventninger om et resultat som selskapet selv har skapt) som følger, jf. pkt. 3.3.6:

"Etter de nye reglene i børsforskriften vil det være hjemmel til å utsette offentliggjøring av visse typer innsideopplysninger under regnskapsavleggelse, jf. punkt 3.3.3 over. Når det gjelder vesentlige resultatavvik der selskapet selv har bidratt til å skape en forventning, jf. dagens § 5-4, legger Kredittilsynet til grunn at hovedregelen i forslaget § 5-2 vil komme til anvendelse. En utsettelse i slike situasjoner vil etter Kredittilsynets oppfatning være egnet til å villede, jf. forslaget til § 5-3 første ledd. Resultatavvik der selskapet ikke har bidratt til å skape en forventning vil derimot, etter omstendighetene, kunne omfattes av utsettelsesadgangen i forslaget § 5-3."

I motsatt til tidligere (før gjennomføringen av markedsmissbruksdirektivet), er det i dag ingen egen bestemmelse om resultatvarsler i børsreglementet. Resultatvarsler skal derved vurderes etter hovedregelen om offentliggjøring av innsideinformasjon.

Etter Oslo Børs' vurdering hadde GGS' i det nærværende tilfellet ikke en legitim interesse i å utsette offentliggjøring av regnskapsavvikene. Det springende punkt er ikke om selskapet kunne utsette løpende rapportering under sin "ordinære" regnskapsrapportering, men om GGS skulle ha informert om betydelige avvik fra en rapportering. Unntaksadgangen omtalt i det første avsnittet fra Kredittilsynets høringsnotat over, synes derved ikke relevant. Snarere synes omtalen i annet avsnitt om resultatvarsel aktuell. GGS skapte gjennom det foreløpige årsregnskapet/2005-tallene i Q1-rapporten en forventning som de var pliktige å korrigere før neste rapportering, gitt at avvikene var så vidt betydelige.

Uavhengig av om GGS i det foreliggende tilfellet hadde en legitim interesse er det et selvstendig vilkår for utsatt offentliggjøring at allmennheten ikke ble villedet av utsettelsen. I børssirkulær nr. 3/2005 pkt. 3.6.4 omtales vilkåret om at allmennheten ikke skal villedes som følger:

”Det andre vilkåret for utsatt offentliggjøring er at allmennheten ikke villedes av utsettelsen. En utsettelse av å gi markedet innsideinformasjon vil nødvendigvis viliede markedet på en eller annen måte, da markedet ikke gis full informasjon. Vilåret om villedelse antas å gjelde en mer kvalifisert villedelse enn det en normal utsettelse av å informere medfører...”

Vilkåret medfører eksempelvis at et selskap ved utsendelse av en børsmelding som utgangspunkt ikke kan utsette offentliggjøring av enkelte opplysninger dersom dette vil medføre at børsmeldingen samlet sett blir villedende. Videre kan det typisk begrense muligheten for utsatt offentliggjøring der markedet har berettigede forventninger om at et særskilt forhold vil inntre til en viss tid, for eksempel fordi det tidligere er meddelt markedet, men hvor det skjer endringer som medfører at den informasjon markedet har er blitt uriktig. Selv om selskapet i slike situasjoner kan ha legitime grunner for å utsette offentliggjøring av endringene, vil det ikke være adgang til dette.”

Tilsvarende følger av Kredittilsynets høringsnotat, jf. pkt. 3.3.2. Vilåret om at allmennheten ikke skal villedes vil f. eks kunne medføre at et selskap ikke kan gi melding om A og så utsette offentliggjøring av B, dersom B er relevant for forståelsen av A. I det foreliggende tilfellet synes det klart at allmennheten ville ha blitt villedet av at GGS utsatte offentliggjøring av melding om rapporteringsavvikene, gitt størrelsen på avvikene.

Til slutt er det et vilkår for utsatt offentliggjøring at opplysningene behandles konfidensiell, dvs. at ingen uvedkommende gis tilgang til informasjonen, jf. vphl. § 2-4. Oslo Børs ikke har grunn til å tro at uvedkommende ble gjort kjent med rapporteringsavvikene til GGS.

Etter Oslo Børs' oppfatning synes det derved klart at vilkårene for utsatt offentliggjøring ikke forelå i denne saken. GGS skulle derved, i det minste, informert markedet om avvikene mellom 2005-tallene i Q1-rapporten, og det endelige forslaget til årsregnskap. Slik opplysning skulle vært gitt da selskapet ble kjent med avvikene. Oslo Børs bemerker at GGS' i den aktuelle perioden ikke gav børsen underhånden melding om utsatt offentliggjøring slik de løpende forpliktelsene pkt. 3.2.1 fjerde ledd krever.

7.2.8 Oppsummering

Etter Oslo Børs' vurdering kan mye tale for at avvikene mellom det foreløpige årsregnskap og Q1-rapporten var å anse som innsideinformasjon. Det synes uansett klart at avvikene mellom Q1-rapporten og styrets endelige forslag til årsregnskap var innsideinformasjon. Videre synes det klart at selskapet satt på opplysninger om disse avvikene i 13 dager uten å informere markedet. Dette er i strid med selskapets forpliktelser etter børsens regler og børsforskriften.

8 Sanksjonsspørsmålet

8.1 Styrets vedtagelse av endelig årsregnskap og revisors merknader

Rettidig rapportering av periodiske regnskapstall er viktig av hensyn til investorer og et velfungerende verdipapirmarked. Oslo Børs har i en rekke saker sanksjonert selskaper som ikke har overholdt kravene til rettidig rapportering, jf. f. eks børsklagenemndens saker 1/1999 (Noral ASA), 5/2000 (Steen & Strøm ASA) og 1/2001 (Synnøve Finden ASA).

PGS ASA ble i 2004 (børsstyresak av 27.10.2004) ilagt NOK 100 000 i overtredelsesgebyr på grunn av for sen avleggelse av delårsregnskap og avvik mellom foreløpig og endelig årsregnskap. I den aktuelle saken vedtok styret PGS ASA forslaget til årsregnskap (endelig årsregnskap) 14 dager for sent. Det ble i forbindelse med

offentliggjøringen gitt opplysninger om avvik fra det foreløpige årsregnskapet, samt at selskapets revisor hadde avgitt avvikende revisjonsberetning, jf. børsmelding av 17. juni 2004.

I nærværende sak har GGS oversittet fristen for vedtakelse av styrets forslag til årsregnskap med henimot tre måneder. Selskapet har ikke gitt opplysninger om at revisor inntok presiseringer i sin beretning eller gitt børsen beskjed om avvikene, slik børsreglene krever. Oslo Børs finner disse overtredelsene alvorlige. Det vises til pkt. 8.2 nedenfor for en nærmere vurdering av sanksjonsspørsmålet.

8.2 Offentliggjøring av innsideinformasjon

En riktig prising av et selskaps aksje er avhengig av rettidig rapportering av løpende meldinger. Offentliggjøring av kurssensitive opplysninger er i tillegg viktig for å redusere muligheten for straffbar innsidehandel. GGS har i denne saken ikke meldt om de til dels betydelige avvikene mellom det foreløpige årsregnskapet for 2005 og delårsregnskapet for 1. kvartal 2006, eller avvikene mellom delårsregnskapet og det endelige årsregnskapet for 2005. Som det fremgår av pkt. 7 ovenfor finner Oslo Børs i det minste at rapporteringsavvikene for den siste perioden utgjorde innsideinformasjon. GGS hadde opplysninger om avvikene i perioden 9. til 22. juni uten å informere markedet.

GGs har i brev av 11. desember bedt om at Oslo Børs tar hensyn til "den meget spesielle situasjonen GGS var i, og de utbedringer GGS har gjort". Med hensyn til sistnevnte heter det i brevet:

"GGs har på bakgrunn av de forhold Oslo Børs senere har påpekt, styrket selskapets administrative ressurser, samt tilrettelagt og innskjerpet rutiner for å hindre at selskapet i fremtiden skal oppleve vanskeligheter med å overholde selskapets informasjonsforpliktelser overfor markedet og Oslo Børs".

Videre erkjennes det i brevet at GGS "i etterpåklokskapens lys" ikke var godt nok forberedt på den utfordringen det ville være å foreta de aktuelle oppkjøpene og samtidig tilfredsstille kravene til rettidig rapportering.

Oslo Børs har i flere saker sanksjonert selskaper som ikke har overholdt den løpende informasjonsplikten. Sakene har vært avgjort før gjennomføringen av markedsmissbrukdirektivet i norsk rett, men børsen legger til grunn at tidligere praksis fortsatt er relevant. I børsklagenemndens saker 2/1997 (Vital Forsikring ASA), 1/2000 (Alcatel STK ASA), 1/2002 (Fjord Seafood ASA) og 3/2004 (Q-free ASA) ble det ilagt overtredelsesgebyr for bl.a. brudd på den løpende informasjonsplikten. Gebyr i sakene varierte mellom en og fem ganger årlig kursnoteringsavgift. Overtredelsene i nærværende sak er i sum alvorlige. Børsen finner her særlig grunn til å fremheve at selskapet vedtok årsregnskapet for 2005 henimot tre måneder for sent, samt at det, i det minste, satt med innsideinformasjon uten å informere markedet i perioden 9. juni til 22. juni 2006. Det taler til GGS' fordel at selskapet har styrket innsatsen for å etterleve sine rapporteringsforpliktelser i fremtiden.

Etter en totalvurdering finner Oslo Børs det riktig at overtredelsesgebyret i saken settes til tre ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. NOK 330 000.

9 Vedtak

Børsstyret fattet følgende vedtak:

Børsstyret vedtok å ilagge Global Geo Services ASA et overtredelsesgebyr stort NOK 330 000, jf. børsforskriften § 25-5, for brudd på Regler for selskap med børsnoterte aksjer og grunnfondsbevis (løpende forpliktelser) pkt. 3.2.1 første og

fjerde ledd, 5.2 annet ledd og 5.4 første og tredje ledd, jf. børsforskriften §§ 5-2 første ledd, 6-3 første ledd og 6-5 annet ledd.

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden. Klagefristen er to uker.

5.2.2 Opticom ASA – overtredelsesgebyr for brudd på informasjonsplikt og likebehandling (Børsklagenemndens sak 2/2006)

Inntatt under pkt 5.5 God børsskikk – likebehandling.

5.2.3 Aktiv Kapital ASA – søknad om dispensasjon fra børsforskriftens frist for offentliggjøring av delårsrapport (brev av 28.02.2006)

Det vises til e-post av 27. februar 2006 hvor det søkes om dispensasjon fra børsforskriftens frist for offentliggjøring av delårsrapport for 4. kvartal 2005.

I henhold til børsforskriften § 6-3 skal delårsrapporter vedtas av selskapets styre innen to måneder etter periodens utløp. Børsen er i børsforskriften § 6-7 gitt en dispensasjonsadgang fra bestemmelsene i §§ 6-2 til 6-6 dersom særlige forhold tilsier det.

Aktiv Kapital ASA opplyser at selskapets revisor kort tid før fremleggelsen av 4. kvartal 2005 har endret sitt syn på regnskapsføring av gjeldsporteføljer. Det opplyses at Aktiv Kapital har rundt 1.200 porteføljer og at endringer i reglene for vurdering av disse medfører endringer i selskapets IT systemer, noe som vil ta tid.

Aktiv Kapital ASA offentliggjorde en foreløpig delårsrapport for 4. kvartal 24. februar 2006, hvor forholdene som ligger til grunn for søknaden om dispensasjon er beskrevet og det er gjort oppmerksom på den usikkerhet som foreligger for enkelte regnskapsposter. Uten at børsen konkret har vurdert innholdet i den foreløpige delårsrapporten, anses det positivt at selskapet har gått ut med den informasjon som foreligger og har informert om den foreliggende usikkerhet.

Børsen har hatt en restriktiv praksis ved vurderingen av dispensasjoner fra fristene for offentliggjøring av delårsrapporter. I henhold til børsforskriften § 6-7 forutsetter en eventuell dispensasjon at det må foreligge særlige forhold.

I tidligere saker av lignende karakter er det lagt vekt på om søknaden om dispensasjon er grunnet i forhold som ligger innenfor utsteders kontroll. Regnskapsavleggelsen og praktiseringen av de for selskapet relevante regnskapsregler og regnskapsprinsipper må anses å være forhold innenfor utsteders kontroll. Det forutsettes også at et børsnotert selskap har den tilstrekkelige interne kontroll og kompetanse til å kunne forestå regnskapsavleggelsen. At revisor endrer sitt syn på regnskapsføringen av bestemte poster endrer ikke dette, da utsteder må anses å ha et selvstendig ansvar for å fastlegge sine regnskapsprinsipper i samsvar med de gjeldende regler.

Oslo Børs har forståelse for at selskapet er i en vanskelig situasjon, og ser også at overgangen til IFRS har medført store utfordringer for mange selskaper. Oslo Børs kan imidlertid ikke se at det foreligger slike særlige forhold at det er grunnlag for å innvilge dispensasjon fra fristen for offentliggjøring av delårsrapport for 4. kvartal 2005 for Aktiv Kapital ASA.

Oslo Børs anbefaler at Aktiv Kapital ASA ferdigstiller 4. kvartal 2005 ut fra den foreliggende informasjon og overholder de gjeldende frister for behandling og offentliggjøring.

Oslo Børs avslår således søknaden om dispensasjon fra fristen for offentliggjøring av delårsrapport for 4. kvartal 2005.

Vedtaket kan klages inn for Børsklagenemnden, jf børsforskriften kapittel 26. Klagefristen er to uker.

5.2.4 Concerning exemption from the three-year listing requirement - prospectusdirective – proforma financial information (brev av 20.02.2006)

Inntatt under pkt. 3.3 Opptaksvilkår.

5.2.5 Proformatall ved oppkjøp - terskelverdier (brev av 17.07.2006)

Det vises til brev av 14. juli 2006 vedrørende krav for BØRSNOTERT ASA til å utarbeide proformatall i forbindelse med kjøp av Y.

Når det gjelder pro forma tall, viser børsen til tidligere formidlet synspunkt om at det i utgangspunktet vil være krav til pro forma tall dersom terskelverdiene i punkt 3.3 i børsreglene nås ut fra en presumpsjon at slik informasjon er vesentlig for markedet. I henhold til børsens løpende forpliktelser punkt 3.3 skal det gis proformasinformasjon der den ervervede virksomheten overstiger 15 % av de noterte selskapets årsresultat, driftsinntekter eller markedsverdi.

I søknaden er det opplyst at markedsverdi av Y utgjør 23,4 % av BØRSNOTERT ASA. Transaksjonen utløser dermed krav om proformatall etter børsreglene punkt 3.3, første ledd. Imidlertid kan børsen helt eller delvis frita fra opplysningsplikten når de opplysninger som skal gis ikke antas å ha betydning for vurderingen av de børsnoterte aksjene, jfr. punkt 3.3 4.ledd. Børsen kan ikke se at de forhold som er omtalt i Deres brev godtgjør at pro forma tall ikke er av betydning nærværende sak. Etter børsens oppfatning gjelder dette både proformabalanse og proformaresultatregnskap.

Det er opplyst at sum eiendeler av Y utgjør 30,9 % av BØRSNOTERT ASA. Etter CESR anbefaling nr 809/2004 vil transaksjoner hvor totale eiendeler i oppkjøpt virksomhet overstiger 25 % av det noterte selskapets eiendeler utløse krav til proforma. Det er i børsens vurdering av søknad om dispensasjon også lagt vekt på transaksjonen som utgangspunkt ville utløse krav til proformatall etter CESR anbefaling dersom oppkjøpet hadde vært prospektpliktig.

Informasjonsplikten etter børsreglene punkt 3.3 inntreffer på avtaletidspunktet. Det fremgår av børsreglene punkt 3.3 siste ledd at dersom selskapet i forbindelse med offentliggjøringen ikke har alle de nevnte opplysninger tilgjengelig, skal de manglende opplysningene gis uten ugrunnet opphold. Selskapet har i søknaden om dispensasjon opplyst at det planlegges utarbeidet proformaregnskaper rundt 30. august 2006 i forbindelse med omstruktureringen av BØRSNOTERT ASA, der BØRSNOTERT ASA's kjemikalievirksomhet skilles ut i eget virksomhet som søkes børsnotert.

Børsen er av den oppfatning at offentliggjøring av pro forma tall nesten to måneder etter at transaksjonen er gjennomført, og nesten fire måneder etter at transaksjonen synes avtalt, ikke kan anses å være innen "ugrunnet opphold". I børsstyremøte 17. mars 2005 ble PA Resources AB ilagt overtredelsesgebyr blant annet på grunn av for sen offentliggjøring av pro forma tall. Børsstyret uttalte i saken at:

"Ofte må pro forma tall utarbeides før de kan presenteres. Dette må i så fall skje uten ugrunnet opphold. Hva som ligger i "uten ugrunnet opphold" har børsen ikke eksplisitt tatt stilling til tidligere. Trolig kan spørsmålet avhenge av transaksjonens størrelse og

kompleksitet hvor raskt man har tilgang på nødvendig materiale, typisk regnskapstall. Ofte vil man ha dette forut for avtaleinngåelsen. Dertil kommer den tid det tar å utarbeide materialet. (...) Det gikk således ca. 2,5 måneder fra transaksjonen ble gjennomført og til markedet fikk alle opplysningene det har krav på etter børsforskriften. Etter børsens mening er dette langt over det akseptable."

Børsen ber om til at pro forma tall utarbeides i samsvar med børsreglene punkt 3.3 så snart som mulig. Basert på ovennevnte, synes rundt 30. august å være for sent.

5.2.6 Resultatvarsel og informasjonsplikt (e-post av 31.10.2006)

Det er reist spørsmål om i hvilken grad børsnoterte selskaper har plikt til å gi resultatvarsler i form av børsmeldinger.

Kort fortalt er at ventede resultatavvik er innsideopplysninger og underlagt informasjonsplikten, men som kan besluttes utsatt av selskapet på nærmere vilkår, og da med strenge plikter for selskapet.

I noen flere og rettslige vendinger:

Når selskapet får opplysninger om at resultatene i den regnskapsperiode man er i, eller har avsluttet men ennå ikke rapportert, "*med rimelig grunn kan ventes å*" avvike så mye fra markedets forventning at "*det er egnet til å påvirke kursen... merkbart*" dersom det blir kjent, er dette informasjonspliktig, jf børsforskriften § 5-2 første ledd jf vphl § 2-2 første og annet ledd. Ytterligere presisert er dette et spørsmål om "*en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte [det] som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning*" , jf vphl § 2-2 tredje ledd

Informasjonsplikten kan imidlertid utsettes til rapporten er vedtatt av styret dersom "*allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt*", jf børsforskriften § 5-3. Dersom selskapet tidligere har guidet om resultatet, vil markedet kunne anses villedet av en utsettelse slik at vilkåret for utsatt offentliggjøring ikke er til stede. Selskapet må da offentliggjøre opplysningene om det ventede avviket straks, jf Kredittilsynets høringsnotat.

At det foreligger informasjonspliktige opplysninger i selskapet som ikke er offentliggjort innebærer at det legges strenge krav på selskapet. Det skal føre lister over personer som gis tilgang til innsideinformasjon, jf vphl § 2-5. Selskapet skal sørge for at de som gis tilgang til innsideinformasjonen er kjent med de plikter og ansvar dette innebærer, samt straffeansvaret som er forbundet med misbruk eller uberettiget distribusjon. Selskapet skal kunne dokumentere at personene er kjent med sine plikter. Ved utsatt offentliggjøring av innsideopplysninger skal børsen ha melding underhånden slik at markedsovervåkingen kan intensiveres. Dersom selskapet har grunn til å tro at innsideopplysninger er kjent for eller er i ferd med å bli kjent for uvedkommende, bortfaller retten til å utsette offentliggjøringen og opplysningene må straks offentliggjøres, jf bf § 5-3 siste ledd.

Reglene om utsatt offentliggjøring var nye med gjennomføringen av EUs markedsmisbruksdirektiv i september 2005 og er omtalt i børssirkulære 3/2005. Om guiding, som gjelder fremtidige perioder, finnes veiledning i børssirkulære 3/2003.

5.2.7 Krav til språk i børsmeldinger (brev av 03.10.2006)

Det vises til Kredittilsynets brev 22. september 2006 der det bes om en redegjørelse for hvordan reglene omkring språk i børsmeldinger, sammenholdt med børsforskriften § 23-5 og Kredittilsynets kommentar til børsens opptaksregler pkt 4.4 i brev 16. desember 2006.

Børsforskriften § 23-5 annet ledd lyder:

"Norske utstedere skal gi opplysningene på norsk. Utenlandske utstedere kan benytte engelsk, dansk eller svensk. Børsen kan beslutte at utsteder i stedet for eller i tillegg til annet språk skal gi opplysningene på engelsk."

Børsens beslutningsmyndighet etter annet punktum er anvendt i Oslo Børs' regler for selskap med børsnoterte aksjer og grunnfondsbevis (løpende forpliktelser) pkt 4.4 tredje og fjerde punktum. Pkt 4.4 lyder:

"Norske selskaper skal benytte norsk i sin kommunikasjon med markedet. Utenlandske selskap kan benytte engelsk, dansk eller svensk. Selskapet kan beslutte å gi opplysningene på engelsk i tillegg til eller i stedet for norsk. Beslutning om å endre språk skal offentliggjøres ved børsmelding".

I tillegg har børsen i sirkulære 5/2004 om god børsskikk ved gjennomføring av transaksjoner der aksjonærene risikerer å lide tap ved passivitet, gitt anvisninger på at norsk språk uansett bør anvendes i børsmeldinger i visse tilfeller, og at unnlatelse etter omstendighetene kan anses som brudd på god børsskikk etter børsforskriften § 22-1.

Bakgrunnen for at børsen har latt selskapene selv velge å kun rapportere på engelsk er at mange selskaper har en aksjonærsammensetning og administrasjon som gjør engelsk til det mest praktiske språket. Om de ulemper full oversettelse til norsk medfører for det enkelte selskap er større enn fordelene for de aksjonærer som foretrekker norsk, er en avveining som selskapene selv er nærmest til å ta. Ofte vil selskapene være tjent med å kommunisere på norsk og engelsk, men dette skjer da etter selskapenes egen vurdering.

Inntil 2006 traff børsen beslutninger ved enkeltvedtak etter søknad fra selskapene. Det har ikke vært noen vesentlig økning i selskaper som kommuniserer kun på engelsk etter at dette ansvaret ble overlatt til selskapene selv. Vi bekrefter verdipapirmarkedsutvalgets beskrivelse om at det ikke har vært reist vesentlige innvendinger mot børsens praksis, se NOU 2006:3 nederst side 226.

Valgmuligheten er tilsvarende for børsmeldinger som for prospekter, jf verdipapirhandelloven § 5-17, dog slik at prospektmyndigheten kan kreve at sammendraget skal oversettes til norsk. Det vises til Ot prp nr 69 (2005-2005) for departementets begrunnelse for denne regelen.

Kredittilsynets kommentar til pkt 4.4 i brev datert 16. desember 2005 som er referert i Deres brev av 22. september 2006 ble besvart i vårt brev av 12. januar 2006. I svaret heter det avslutningsvis under dette punktet:

"Spørsmålet er for tiden til behandling i verdipapirmarkedsløvet og vi ønsker å avvete denne behandlingen før eventuelle endringer gjøres, men vil selvfølgelig endre børsreglene dersom Kredittilsynet ber om det."

Det ligger i dette at vi mener pkt 4.4 ikke er i strid med børsforskriften, men at vi likevel er åpen for å endre bestemmelsen dersom Kredittilsynet skulle være av motsatt oppfatning.

Etter hva vi kan se har vi ikke mottatt ytterligere merknader til dette punktet fra Kredittilsynet, mens det for enkelte andre punkter var en fortsatt korrespondanse. Vi har da lagt til grunn at Kredittilsynet ikke hadde ytterligere merknader til bestemmelsen.

Vi nevner for ordens skyld at den uenighet om dette spørsmålet i verdipapirmarkedsutvalget, se NOU 2006: 3 side 227 oppsto etter at børsreglene ble fastsatt. Børsen forutså ved fastsettelsen ikke at det skulle bli slik uenighet fordi bestemmelsen var ment som en tilnærmet harmonisering med prospektreglene. Språkbestemmelsen i verdipapirhandelloven § 5-17 ble vedtatt i juni 2005 basert på forslag fra en enstemmig arbeidsgruppe, og uten at noen høringsinstans hadde særlige merknader, se Ot prp nr 69 (2004-2005) pkt 5.6.

Vi nevner også at børsens forslag til børsregler var på høring i 2005 uten at noen høringsinstanser hadde merknader til forslaget om språk i børsmeldinger. Parallelt med børsens høring hadde Finansdepartementet i brev av 14. mars 2005 forslag til endring av børsforskriften på høring med forslag til endring av børsforskriftens bestemmelse om språk i børsmeldinger. Kredittilsynet har i sitt høringssvar til Finansdepartementet av 23. juni 2006 foreslått at børsforskriften bør harmoniseres med verdipapirhandelloven § 5-17. Etter Kredittilsynets forslag vil altså selskapene selv kunne velge om de skal gi opplysningene på norsk, engelsk, svensk eller dansk, men børsen vil kunne kreve at opplysningene eller et sammendrag av disse også oversettes til norsk.

Når temaet nå er til behandling i forbindelse med gjennomføringen av det såkalte transparency-direktivet, vil det få en bred og grundig behandling hvor resultatet vil være førende for børsens egenregulering. Vi anbefaler derfor at man avventer denne behandlingen før det gjøres nærmere vurdering av dagens praksis.

Ta gjerne kontakt dersom det er behov for ytterligere opplysninger om dette.

5.3 OVERGANG TIL INTERNASJONALE REGNSKAPSSTANDARDE IAS – IFRS

5.3.1 Overgang til IAS for låntakere med børsnoterte lån og overføring av lån til ABM (børssirkulære nr. 8/2006)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

5.3.2 Commission decision of 4 December on the use by third country issuers of securities of information prepared under internationally accepted accounting standards

Se http://www.oslobors.no/ob/eu_reguleringer?languageID=0

5.4 LIKEBEHANDLING/GOD BØRSSKIKK

5.4.1 Opticom ASA – overtredelsesgebyr for brudd på informasjonsplikten og kravet til likebehandling (Børsklagenemndens sak 2/2006)

Avgjørelse 13. mars 2006 av klage fra Opticom ASA (Opticom, selskapet, klager) over børsens vedtak 24. januar 2006 om å ilegge Opticom ASA overtredelsesgebyr tilsvarende 8 ganger årlig kursnoteringsavgift, til sammen kr. 880.000, jfr. børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften §§ 5-2 første ledd og 23-8

1 Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Styret i Oslo Børs fattet den 24. januar 2006 vedtak med slik konklusjon:

"Børsstyret vedtok å ilegge Opticom ASA overtredelsesgebyr tilsvarende 8 ganger årlig kursnoteringsavgift, til sammen kr. 880.000, jfr. børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften §§ 5-2 første ledd og 23-8.

Vedtaket kan påklages til børsklagenemnden. Klagefristen er 2 – to - uker. "

Sørliie Wilhelmsen Advokatfirma ANS ved advokat Jan Fredrik Wilhelmsen, har på vegne av Opticom påklaget børsens vedtak i brev av 9. februar 2006. Klagen er rettidig fremsatt.

Klagen ble behandlet på børsens styremøte 28. februar. Børsstyret fant ikke grunn til å omgjøre sitt vedtak av 24. januar. Saken ble derfor i brev av 28. februar oversendt Børsklagenemnden for behandling jf. børsforskriften § 26-3 første ledd og forvaltningsloven § 33. Selskapet ved advokat Wilhelmsen har dessuten i brev av 8. mars til Oslo Børs kommentert børsens vedtak av 28. februar.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 13. mars 2006. Ved behandlingen og avgjørelsen deltok Bjørg Ven (leder), Vibecke Groth, John Giverholt, Trygve Bergsåker, og Bernt Zakariassen.

2 Kort om selskapet

Opticom er et norsk forsknings- og utviklingsfirma med hovedkontor i Oslo. Siden starten i 1994, har selskapet fokusert sin forskning og utvikling utelukkende på lagrings- og minnebrikker av polymer elektronikk. I dag utøves selskapets virksomhet gjennom selskapets 100 % eide datterselskap, Thin Film Electronics ASA. Thin Film Electronics har utviklet polymerminner for elektronisk utstyr og andre anvendelser. På tidspunkt for børsens vedtak hadde Opticom en betydelig eierinteresse i Fast Search & Transfer ASA (omlag 30 %). FAST er ledende innen selskapssøksløsninger på Internett som gir brukerne realtidsverktøy for tilgang til selskapsinformasjon. Selskapet driver virksomhet globalt, med tilstedeværelse i Europa, Japan og USA.

Opticom ble notert på Oslo Børs i 1997, og flyttet til hovedlisten fra og med første handelsdag i 2000.

Styret i Opticom besto inntil 7. desember 2005 av Thomas Fussel som styreleder, Robert Keith, Hans Gude Gudesen og Ralph Carballal som styremedlemmer. Ifølge Foretaksregisteret har det ikke vært registrerte endringer i styret siden 15. april 1996.

Daglig leder i selskapet er (ifølge Foretaksregisteret siden desember 1999) Robert Keith.

Thomas Fussel og Robert Keith, samt gründer Hans Gude Gudesen har vært de største aksjonærene i selskapet over en lengre periode.

3 Sakens bakgrunn

Onsdag 9. november 2005 kl 09:39 ble det på Opticoms ticker i børsens meldingssystem offentliggjort at Carnegie ASA 8. november 2005 gjennomførte et tvangssalg av aksjer tilhørende innsidere i selskapet. Det fremgikk at aksjene tilsvarer ca 15% av aksjekapitalen i selskapet.

Fussel, som var en av innsiderne, har i ettertid, ved børsmelding av 29. november kl 10:03, beskrevet salget slik:

"Etter at markedet stengte den 8. november solgte Carnegie 2,1 millioner Opticom-aksjer som Robert Keith og jeg hadde pantsatt. Salget var et tvungent salg, gjennomført uten at vi visste om eller hadde godkjent det."

Like etter meldingen om tvangssalget ble det i perioden fra kl 09:51 til kl 10:02 offentliggjort primærinnsidermeldinger om avhendelsen fra Keith, Fussell og Charles Street.

Børsen ble av Carnegie og deres rådgivere etter børsstutt den 8. november underhånden orientert om tvangssalget. Børsen var dermed kjent med at det skulle offentliggjøres flaggemeldinger og primærinnsidermeldinger om morgenen den 9. november. Til tross for at børsen ved flere anledninger hadde telefonisk kontakt med Opticom før børsåpning kl 10:00 den 9. november i forbindelse med offentliggjøringen av primærinnsidermeldingene, ble børsen ikke orientert om at Opticom hadde vedtatt å gjennomføre en rettet emisjon kvelden før. Opticom har opplyst at manglende informasjon om emisjonen skyldtes en forglemmelse, som en følge av de hektiske omstendigheter samme morgen når også primærinnsider-meldingene skulle sendes. Først kl 10:09 samme dag ble følgende melding offentliggjort av Opticom i børsens meldingssystem:

"Opticom ASA inngikk 8. november 2005 en bindende avtale om plassering av 1.327.985 nye aksjer til 68 NOK per aksje, for å tilføre selskapet tilsammen 90,3 millioner NOK.

Generalforsamlingen 10. mai 2005 gav styret fullmakt til å utstede aksjer i sammenheng med blant annet `Privat plassering og utstedelse av aksjer til egnede investorer (kan være nåværende eller nye aksjeeiere) for å innhente ytterligere kapital for selskapet` begrenset til et antall tilsvarende 10% av selskapets registrerte aksjekapital på tidspunktet da fullmakten ble gitt.

Aksjetegningen er gjennomført som en privat plassering til 68 NOK per aksje, som var sluttkurs 8. november i følge Oslo Børs, slik at selskapet tilføres 90,3 millioner NOK. Selskapet skal ikke betale kommisjon eller honorar i forbindelse med aksjetegningen. Sluttoppgjøringsdato for tegning og betaling er 22. november 2005."

Forut for offentliggjøring av meldingen innførte børsen børspause kl 10:07:55.

Sluttkurs 8. november var NOK 68 per aksje, mens kursen var NOK 78 per aksje rett før børspausen ble innført, en kursstigning på hele 14,3 %. Dette var situasjonen før melding om emisjon ble offentliggjort. En oversikt over kursutviklingen i Opticom-aksjen i perioden fra 1. april 2005 til 23. desember 2005 viser at Opticom-aksjen forut for begivenhetene 8. november ikke var utsatt for kursbevegelser som likner den kursutviklingen som har funnet sted etter at tvangssalget med tilhørende omstendigheter ble kjent 9. november.

Umiddelbart etter innføringen av børspausen kontaktet børsen Opticom for å undersøke om meldingen om emisjon var tilstrekkelig presis og fullstendig før børspausen kunne oppheves. Børsen forespurte blant annet om selskapet var kjent med hvem som hadde tegnet aksjene i den private plasseringen og om det måtte forventes flagge- eller primærinnsidermeldinger som følge av dette. I følge Opticom hadde selskapet da ikke kjennskap til hvem som skulle tegne i emisjonen ettersom tegning ikke hadde funnet sted. Selskapet svarte derfor børsen at det ikke var påkrevd med verken flagge- eller primærinnsidermelding. På bakgrunn av de svar børsen fikk, ble børspausen opphevet kl 10:34. Børsen la til grunn at aksjene var tegnet av en liten krets av personer/selskaper utenfor primærinnsidernes sfære, og at børsen ikke hadde tilstrekkelig grunnlag til å fastholde børspausen.

Børsen var imidlertid ikke gitt fullstendige opplysninger om alle forespurte forhold. Samtalene med representanter fra Opticom fortsatte derfor utover dagen samt om morgenen dagen etter, det vil si 10. november. På bakgrunn av de ytterligere opplysninger og dokumenter børsen fikk i hende i perioden etter børs slutt den 9. november og før børsåpning 10. november, ble det innført ny børs pause 10. november kl 09:59. Basert på de opplysningene børsen hadde mottatt, var børsen av den oppfatning at selskapets melding om emisjon ikke var fullstendig og presis nok. Det fremgikk blant annet av dokumentasjonen at det var Simpson Financial Limited i Hong Kong som hadde inngått avtale om å tegne aksjer, hvilket ikke var oppgitt i meldingen.

Basert på børs meldingen om emisjonen sammenholdt med det materialet og de opplysningene børsen da hadde mottatt, var det heller ikke tilstrekkelig klart om det var foretatt en bindende aksjetegning eller om emisjonen skulle tilbys til utvalgte investorer gjennom en mellommann, at mellommannen var Simpson, hvem som i så fall kunne tegne aksjer, om aksjeeierne kunne forvente å motta tilbud om tegning, mv.

Opticom offentliggjorde følgende presiserende og utdypede melding 10. november kl 13:20:

"Opticom ASA inngikk 8. november 2005 en bindende avtale om plassering av 1.327.985 nye aksjer til 68 NOK per aksje, for å tilføre selskapet tilsammen 90,3 millioner NOK.

Generalforsamlingen 10. mai 2005 gav styret fullmakt til å utstede aksjer i sammenheng med blant annet ,Privat plassering og utstedelse av aksjer til egnede investorer (kan være nåværende eller nye aksjeeiere) for å innhente ytterligere kapital for selskapet, begrenset til et antall tilsvarende 10% av selskapets registrerte aksjekapital på tidspunktet da fullmakten ble gitt.

Opticom har inngått en avtale med Simpson Financial Limited i Hong Kong der Simpson har avtalt å plassere de nye aksjene blant sine `client managed funds`. Aksjetegningen vil bli gjennomført som en privat plassering til 68 NOK per aksje, som var sluttkurs 8. november i følge Oslo Børs, slik at selskapet tilføres 90,3 millioner NOK. Dersom Simpson ikke lykkes med å skaffe tilstrekkelig tegning, har de garantert for å tegne seg for eventuell underdekning. Selskapet skal ikke betale kommisjon eller honorar i forbindelse med aksjetegningen. Siste dato for tegning og betaling er 22. november 2005. Styret har forbeholdt seg retten til å godkjenne alle aksjetegninger og alle som tegner aksjer må følge reglene for flagging av eierandeler og andre regler vedrørende Oslo Børs på det aktuelle tidspunkt."

Som følge av meldingen ble børs pausen opphevet samme dag kl 13:24.

Når det gjelder forholdet til Simpson, fremgår det av børs melding fra Fussell datert 29. november følgende:

"Den oppnådde kursen lå vesentlig høyere enn gjennomsnittlig aksjekurs for Opticom gjennom de foregående tolv måneder og aksjene ble plassert til Simpson Financial Ltd som har vært aksjonær gjennom lang tid og som styret kjente som en langsiktig aksjonær og støttespiller for både Opticom og FAST."

Den rettede emisjonen, særlig tidspunktet for denne, tegningskurs og at den ble rettet mot Simpson, vakte reaksjoner i markedet. Blant de investorene som var i ferd med å kjøpe seg opp i Opticom, herunder gjennom tvangssalget, var Orkla, Petter Stordalen med selskaper, Øystein Stray Spetalen med selskaper med flere. Disse investorene med tillegg av andre krevde ekstraordinær generalforsamling for valg av nytt styre, redegjørelse for styrets beslutning om Simpson-emisjonen og granskning av emisjonen. I tilknytning til dette kravet fremgår det av børs melding datert 10. november kl 15:22 at

de nye aksjonærene i Opticom, etter meldingen om Simpson-emisjonen, tilbød seg (gjennom Carnegie) å gjennomføre en alternativ emisjon med blant annet pro rata tilbud til Opticoms aksjonærer. Tilbudet skiller seg vesentlig fra Simpson-emisjonen på to områder; for det første ville alle aksjeeierne gis anledning til å delta i emisjonen pro rata, og for det andre er tilbudsprisen satt til 3,1 % under sluttkurs på et tidspunkt hvor det ikke synes å være vesentlig kursrelevant informasjon som ikke er absorbert/utjevnet i markedet. Opticom avsto tilbudet.

I børsmelding fra Opticom den 17. november 2005 kl 09:51, ble gjennomføringen av Simpson-emisjonen meldt:

"Opticom viser til meldingen 10. november 2005, og melder med dette at plasseringen av 1.327.985 nye aksjer til 68 NOK per aksje for å tilføre selskapet tilsammen 90,3 millioner NOK, er gjennomført."

Børsen er ikke kjent med om, og i tilfelle til hvem, Simpson har plassert aksjene slik meldingen av 10. november forutsetter. Opticom har imidlertid sendt flaggemelding på vegne av Simpson den 17. november hvor det fremgår at det er Simpson som har tegnet aksjene, men at Simpson har "til hensikt å fordele de tegnede aksjene til sine `client managed funds`".

Sluttkurs for Opticom-aksjen 16. november var NOK 93,50 per aksje. Basert på dette og som følge av den etterfølgende kursoppgangen, ga emisjonen en urealisert gevinst for Simpson, eller de som eventuelt hadde kjøpt aksjene gjennom Simpson, på nærmere NOK 34 millioner på tidspunktet for gjennomføringen av emisjonen.

Dato for generalforsamling som var krevd av de nye aksjeeierne, ble satt til onsdag 7. desember. På generalforsamlingen ble det sittende styrets forslag nedstemt med nærmest knappest mulig margin, ca. 50,12 %. Hele det sittende styret i Opticom ble erstattet.

Det nye styret i Opticom med Anders Eckhoff som ny styreleder, besluttet den 12. desember å suspendere Keith som administrerende direktør. Som det fremgår av børsmelding offentliggjort 12. desember kl 15:25, var begrunnelsen at Keiths medvirkning til den rettede emisjonen mot Simpson kunne representere brudd på aksjerettslige og verdipapirrettslige regler. I tillegg var det lagt vekt på, bl.a. under henvisning til Robert Keiths uttalelser til presse m.v., at det ikke var den nødvendige tillit mellom styret og administrerende direktør.

Som det fremgår av børsmelding offentliggjort 8. desember 2005 kl 15:46 besluttet det nye styret i Opticom å iverksette undersøkelser knyttet til det tidligere styrets og administrerende direktørs økonomiske mellomværende med selskapet, samt håndteringen av aksjemarkedet.

FAST innkalte til ny ekstraordinær generalforsamling som ble avholdt 5. januar 2006 for valg av nytt styre. Opticom eier ca. 27 % av aksjene i FAST. Det synes derfor å være av stor betydning for FAST hvordan Opticom forvalter denne store eierposten. Styret i FAST (fire medlemmer) består av de samme personene som satt i styret i Opticom før 7. desember, med unntak av at Øystein Tvenge er styremedlem i FAST, mens Carballal var styremedlem i Opticom. I tilknytning til "kampen" i Opticom frem mot generalforsamlingen 7. desember, flagget FAST at FAST hadde kjøpt 9,9 % av aksjene i Opticom 29. november 2005.

Etter generalforsamlingen 7. desember var det mange eierskifter i tillegg til at FAST ikke fikk stemt for alle aksjene sine på denne generalforsamlingen. Keith, Fussell, Simpson med flere fikk flertall på generalforsamlingen den 5. januar 2006, og Fussell, Keith og Carballal ble valgt som nytt styre med Fussell som styreleder. Dette styret tilsvarende altså

styret på tidspunktet for den rettede emisjon, dog slik at Gudesen som støttet den andre siden, ikke nå er styremedlem.

4 Børsens vedtak

4.1 Rettslig grunnlag

Børsen viser innledningsvis til at en rekke bestemmelser i lov og forskrift som anses relevante for den foreliggende sak.

Det følger av børsforskriften § 23-8 om likebehandling av aksjeeierne at:

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

Tilsvarende bestemmelse er inntatt i børsens Regler for selskap med børsnoterte aksjer og grunnfondsbevis (løpende forpliktelser) punkt 2.1.

I allmennaksjeloven § 6-28 fremgår følgende om forbud mot ulovlig myndighetsmisbruk:

"Styret og andre som etter §§ 6-30 til 6-32 representerer selskapet, må ikke foreta noe som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning."

Når det gjelder børsnoterte selskapers informasjonsplikt følger det av børsloven § 5-7:

"Etter nærmere regler fastsatt av departementet skal utstедeren av finansielle instrumenter som er eller søkes børsnotert offentliggjøre opplysninger av betydning for en riktig vurdering av instrumentene. Opplysningene skal sendes til den børs der de finansielle instrumentene er eller søkes notert, med mindre Kredittilsynet bestemmer noe annet."

Videre fremgår det av børsforskriften § 5-2 at:

"Selskapet skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår selskapet, jf. verdipapirhandelloven § 2-2 første til tredje ledd."

Hva som menes med innsideinformasjon er regulert i verdipapirhandelloven § 2-2 første til tredje ledd hvor det heter at:

"Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstедeren av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet. Med presise opplysninger, menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på

kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.

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

Tilsvarende bestemmelse som § 5-2 er inntatt i børsens Regler for selskap med børsnoterte aksjer og grunnfondsbevis (løpende forpliktelser) punkt 3.2 og punkt 3.3.

Når det gjelder sanksjoner mot brudd på de ovenfornevnte bestemmelser fremgår det av børsforskriften § 25-2 at børsen kan vedta å stryke en aksje fra notering i visse situasjoner. Videre fremgår det av børsforskriften § 25-5 at børsen kan ilegge utsteder av børsnoterte finansielle instrumenter overtredelsesgebyr slik:

"Ved brudd på bestemmelser i børsloven eller denne forskrift kan børsstyret vedta å ilegge utstedere av børsnoterte finansielle instrumenter et overtredelsesgebyr som skal betales til børsen.

Overtredelsesgebyr skal fastsettes etter følgende regler:

Overtredelsesgebyr for utstedere av børsnoterte finansielle instrumenter kan maksimalt utgjøre 10 ganger årlig kursnoteringsavgift for hver overtredelse som kan sanksjoneres med overtredelsesgebyr, beregnet ut fra den senest fakturerte totale årlige kursnoteringsavgift for det finansielle instrument overtredelsen refererer seg til.

Utsteder skal gjøres kjent med at det vurderes å ilegge overtredelsesgebyr og de forhold vurderingene bygger på. Utsteder skal ha minst en uke å uttale seg på før vedtak fattes av børsen."

4.2 Likebehandling av aksjonærer

Børsen tar utgangspunkt i at det følger av børsforskriften og allmennaksjeloven at utstedere med børsnoterte aksjer skal likebehandle sine aksjeeiere i samsvar med børsforskriftens regler. Det er bare anledning til å forskjellsbehandle dersom det er saklig begrunnet ut fra utstедers og innehavernes felles interesse. Styret i Opticom har fått fullmakt fra aksjonærene til å utstede aksjer og i denne forbindelse fravike aksjeeiernes fortrinnsrett. Børsen legger imidlertid til grunn at fullmakten bare kan utnyttes innenfor aksje- og børsrettslige likebehandlingsregler.

I og med at Simpson, i motsetning til de øvrige aksjonærene, fikk tegnet seg for en betydelig aksjepost, legger børsen til grunn at det foreligger forskjellsbehandling.

En rettet emisjon er imidlertid ikke ulovlig i seg selv. Hvorvidt en forskjellsbehandling er tilstrekkelig saklig begrunnet er ifølge børsen et skjønn som tilligger selskapet (her styret) å vurdere. Børsen har som policy at den normalt ikke vil overprøve selskapets skjønn av rimelighet eller saklighet. I de tilfeller hvor forskjellsbehandlingen er klart usaklig, grovt urimelig eller det er tatt utenforliggende hensyn anser imidlertid børsen at den har anledning til å reagere. Det er vist til at børsen ellers ikke ville ha anledning til å reagere overfor brudd på en sentral bestemmelse i børsforskriften om forbud mot usaklig forskjellsbehandling, og dermed heller ikke kunne sikre "effektive, velordnede og tillitvekkende markeder for finansielle instrumenter".

Etter børsens vurdering bygger Opticoms vedtak og gjennomføring av Simpson-emisjonen på utenforliggende hensyn. Børsen legger til grunn at denne ikke var begrunnet ut fra selskapets og aksjonærenes felles interesser. Børsen uttaler i denne forbindelse (vedtaket av 24. januar som det er vist til i vedtaket av 28. februar):

"Vurderingstemaet er om emisjonen var egnet til å forrykke maktforholdet mellom aksjeeierne, ved at medlemmer av det tidligere styret i Opticom fikk en vesentlig

fordel på bekostning av de øvrige aksjeeierne i forhold til muligheten for å ha, opprettholde eller oppnå kontroll i selskapet, og om dette i tilfelle var usakelig begrunnet. Sentralt her er styrets motivasjon for det tidspunkt og den måten emisjonen ble gjennomført på.

Riktignok måtte aksjonærene forvente at selskapet skulle utvide kapitalen gjennom en rettet emisjon, men det var intet som tilsa at den måtte rettes mot den aksjonær som utgjorde del av det sittende styrets maktgrunnlag. Ut fra kunnskap om tvangssalget måtte det fremstå som klart for styret at det var tilstrekkelig interesse blant investorer til at det ikke kunne være problematisk å plassere en rettet emisjon til en bredere krets aksjonærer. Også dette måtte kunne tilsvarende gjøres raskt og uten prospekt og til en tilsvarende pris. Finansieringsbehovet kunne derfor verken begrunne tidspunktet eller valg av tegner(e).

Den eksisterende maktposisjonen til det tidligere styret ville bli redusert som følge av tvangssalget. Den reelle motivasjonen bak valg av tidspunkt og at den ble rettet mot Simpson, var Keith, Fussell og Gudesens ønske om å motvirke at de mistet sin faktiske kontroll over selskapet. Som deres støttespiller ville Simpsons økte innflytelse gjennom de nye aksjene erstatte det vesentlige av den eiermakt Keith og Fussell mistet ved tvangssalget. Øvrige aksjonærer fikk derved sin eierandel utvannet. Dette skjedde i en situasjon der styrkeforholdene måtte antas å ha vesentlig betydning for aksjonærenes verdsettelse av aksjen.

Motivet for beskyttelsen av maktposisjonen vil kunne ha betydning for vurderingen. Med unntak av enkelte spekulasjoner i pressen, var det ikke grunnlag for å forvente at et nytt aksjonærflertall ville tvinge gjennom en vesentlig annerledes strategi verken for FAST-aksjene eller Thin Film Electronics. Og selv om det skulle være grunnlag for å forvente en annen strategi, er det ikke grunnlag for å si at den alternative strategien ville være verdiforringende for selskapet eller selskapets aksjonærfellesskap. Ved et tap av kontroll måtte det også ventes at de store godtgjørelsene fra selskapet til Keith, Fussell og Gudesen ville bortfalle. Ønske om å bevare innflytelsen kan derfor vanskelig sies å være verken en saklig eller rimelig grunn for forskjellsbehandlingen.

Dersom noe formål skulle rettferdiggjøre bruk av emisjon for å gjenskaffe kontroll i selskapet på bekostning av øvrige aksjeeiere, måtte det vært rimelig klart at de nye aksjonærene ville gjennomføre tiltak som ville være i Opticoms og dets aksjonærers ugunst. En eventuell uenighet mellom aksjonærgrupper om strategi for selskapets virksomhet enten dette gjelder aksjeposten i FAST eller Thin Film Electronics AB, gir ikke grunnlag for denne type grov forskjellsbehandling.

Børsen er heller ikke kjent med at det er andre forhold som kunne rettferdiggjøre en slik forskjellsbehandling.

Oslo Børs har ved en anledning tidligere ilagt sanksjon ved brudd på likebehandlingsregelen i børsforskriften § 23-8. I juni 2003 ble Choice Hotels Scandinavia ASA ("CHS") ilagt overtredelsesgebyr på fem ganger kursnoteringsavgiften, i alt NOK 550.000,-, for brudd på likebehandling av sine aksjeeiere i forbindelse med tilbakekjøp av egne aksjer. Petter Stordalen med selskaper eide ca. 44,6 % av stemmene i CHS, og K Capital Partners var i ferd med å kjøpe seg opp i selskapet. Tilnærmet samtidig som K Capital Partners inngikk opsjonskontrakter som økte deres mulige kontroll i selskapet til 44,46 %, gjennomførte CHS tilbakekjøp av egne aksjer. Bare de største aksjeeierne (med unntak av Stordalen og K Capital Partners) ble forespurt om å selge aksjer. Selskapets offentliggjorte begrunnelse var overskuddslikviditet og at aksjen var gunstig priset. Børsen la imidlertid til grunn at den reelle begrunnelsen måtte antas å være at selskapets midler ble benyttet for å sikre Stordalens private

interesser. Stordalen var styreformann og konsernsjef i selskapet, i tillegg til kontrollerende majoritetsaksjeeier som nevnt ovenfor. Tilbakekjøpet reduserte tilgjengelige aksjer i markedet i et allerede illikvid papir for å forhindre K Capital Partners fra å få kontroll med selskapet. Børsen uttalte at "Forskjellsbehandlingen kan ikke på noen måte sies å bli mer saklig ved at den kan tilskrives utenforliggende forhold som aksjonærkamp i selskapet".

Børsen legger etter dette til grunn at det foreligger en overtredelse av børsforskriften § 23-8 om likebehandling av aksjonærer.

4.3 Informasjonsplikt

Børsmelding om emisjon ble ikke offentliggjort før kl 10:09 den 9. november. Børsen erkjenner at forsinkelsen bare gjaldt minutter. På den annen side vises til at meldingens karakter var vesentlig og at det må antas at den var av sentral betydning for markedet og markedets prising av Opticom-aksjen. Det vises også til at det ved flere anledninger var kontakt mellom børsen og Opticom morgenen den 9. november. Dette pga offentliggjøring av melding om tvangssalget. Informasjonsavviket fra kl 10:00 til børspause ble innført kl 10:07 kunne derfor lett vært unngått ved at børspause ble innført i påvente av melding fra selskapet. Opticom-aksjen var gjenstand for betydelig omsetning og kursutvikling om morgenen den 9. november. Dette må etter børsens syn tillegges betydning.

Selskapet har ikke bestridt at det var et kortvarig brudd på informasjonsplikten frem til den første børsmeldingen om emisjonen ble distribuert i børsen meldingssystem.

Etter børsens vurdering forelå det også etter at børsmeldingen om emisjonen den 8. november var offentliggjort, ytterligere informasjon som måtte anses som innsideinformasjon og således informasjonspliktig. Det vises i denne forbindelse til at det i børsmeldingen den 10. november ble gitt tilleggsinformasjon om følgende forhold:

- Emisjonen var rettet mot Simpson som skulle plassere denne hos sine "client managed funds"
- Simpson garanterer for fulltegning og rettidig betaling
- Styret i Opticom forbeholdt seg retten til å godkjenne alle aksjetegningene.

Etter børsens vurdering er informasjon om navnet på tegneren klart viktigst for Opticom kursen. Det vises i denne forbindelse til at tidligere § 5-2 annet ledd nr. 2 i børsforskriften fastsatte at "Ved kapitalforhøyelser (...) skal det særlig opplyses om garantikonsortier, og angis deres sammensetning og garantiforpliktelsens innhold, samt eventuelle forhåndstegning eller -tildeling". Denne bestemmelsen ble tatt ut av forskriften ved implementeringen av markedsmissbruksdirektivet 1. september 2005, og videreført i børsens eget regelverk for utstedernes løpende forpliktelser punkt 3.2.3. Børsregelverket trådte i kraft fra 1. januar 2006, og var således ikke virksomt på tidspunktet for emisjonsbeslutningen i Opticom. Børsen anser imidlertid at bestemmelsen gir uttrykk for hva som normalt må anses for kursrelevant ved emisjoner og begrunnelsen for regelen må være relevant også i nærværende sak. Dette gjelder særlig i denne saken hvor emisjonen i prinsippet dreier seg om å beholde makten i selskapet ved å la en støttespiller til det tidligere styret tegne hele emisjonen.

Etter børsens vurdering er det på det rene at den "rest" informasjon som fremkom av den siste børsmeldingen var mye mer presis enn den første meldingen, både ved at Simpson er navngitt og at han i utgangspunktet kun er garantist. Dette begrunnes som følger:

"Generelt sett er navnet på en garantist av betydning ettersom vedkommende er en potensiell aksjonær dersom vedkommende må tegne iht garantiforpliktelsen. Den viser også hvem som har interesse i å erverve aksjen på de fastsatte vilkår. I

dette tilfellet var det også sentralt at Simpson måtte anses som en støttespiller for styret i Opticom og den strategien det fulgte. Alle disse forholdene avklares og konkretiseres ved den andre børsmeldingen, selv om markedet hadde grunn til å anta at en emisjon ville plasseres hos personer/selskaper som støttet styret. Det er imidlertid vesensforskjellig for markedet å spekulere i et slikt forhold i forhold til å få konkret og korrekt informasjon.

Om morgenen den 9. november var det som følge av tvangssalget og emisjonen knyttet usikkerhet til forholdene omkring aksjonærstrukturen i Opticom. Under slike forhold vil kjennskap til hvem som kan bli aksjonærer gjennom en større rettet emisjon anses som informasjon som investor vill vektlegge ved sin investeringsbeslutning. Både det forhold at den andre børsmeldingen fjerner enhver usikkerhet knyttet til hvem emisjonen ble rettet mot og det forhold at en eller flere støttespiller til styret får 9,1 % av aksjene, er et forhold som etter børsens oppfatning vil kunne påvirke kursen merkbart."

På denne bakgrunn mener børsen at den "rest" informasjon som først ble formidlet i børsmeldingen 10. november kl. 13.20, må anses som innsideinformasjon. Denne informasjonen ble altså offentliggjort 1 1/2 dag etter at det var besluttet både å gjennomføre en emisjon og hvem som kunne tegne i emisjonen, den 10. november kl.13.20. Dette representerer etter børsens vurdering ett brudd på børsforskriften § 5-2 første ledd om børsnoterte selskapers løpende informasjonsplikt.

4.4 Sanksjoner

Oslo Børs anser at de foreliggende overtredelsene av forbudet mot urimelig forskjellsbehandling etter børsforskriften § 23-8 og bruddet på informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2 er så alvorlige at det bør reageres med sanksjoner.

Det er børsens vurdering at selskapet i de forhold som her er utredet, grovt har brutt flere av de grunnleggende pliktene etter børsloven, informasjonsplikten og likebehandlingsplikten. Videre vises det til at selskapet også tidligere har fått kritikk fra børsen for håndtering av likebehandlingsplikten. I tillegg foreligger to saker om brudd på informasjonsplikten (fra oktober 1997 og februar 2002). Opticom har anført at Oslo Børs på bakgrunn av nevnte saker er skeptisk til selskapet og har lagt vekt på dette ved sin vurdering av den foreliggende sak. Børsen presiserer på denne bakgrunn i vedtaket av 28. februar at disse forhold har vært uten betydning ved vurderingen av om det foreligger overtredelser av regelverket. På den annen side legger børsen til grunn at disse forhold har betydning ved vurderingen av om det skal ilegges en sanksjon og ved utmålingen av denne.

Sammenholdt med tidligere forhold og den betydning forholdene samlet sett har hatt for tilliten til det norske verdipapirmarked, anser børsen selskapets forhold som såpass alvorlige at det gir grunn til å vurdere om selskapet fortsatt bør kunne være børsnotert. Under henvisning til at selskapet er inne i en periode med eiermessig restrukturering (gjennom oppkjøpstilbudet fra FAST) har børsen imidlertid konkludert med at en strykning på det nåværende tidspunkt ville skade aksjonærenes interesse i uforholdsmessig stor grad.

Av sammenlignbare saker når det gjelder brudd på likebehandlingsplikten foreligger ifølge børsen kun børsstyrets vedtak fra juni 2003 der Choice Hotels Scandinavia ASA ble ilagt fem ganger kursnoteringsavgiften for brudd på likebehandlingsreglen. Selv om også denne hadde som formål å påvirke styrkeforholdet mellom eierne på selskapets bekostning anser børsen at den manglende likebehandling i Choice-saken var av vesentlig mindre omfang og av en annen karakter enn i den foreliggende sak.

Når det gjelder informasjonsplikten, foreligger flere saker som viser at både omfanget av manglende informasjon, tidsaspektet og omfanget av handler som er gjennomført på feil

kursinformasjon er av betydning for overtredelsesgebyrets størrelse. Børsen skriver i denne forbindelse:

"I flertallet av informasjonspliktsakene er overtredelsesgebyret på mellom to og fire ganger kursnoteringsavgiften, jf Medicult fra februar 2005 (to ganger kursnoteringsavgiften for en dags forsinket børsmelding), Q-Free (to saker av hhv. fire og seks ganger kursnoteringsavgiften for manglende informasjon om terminering av kontrakter). Det er et fåtall saker hvor det er ilagt overtredelsesgebyr opp mot maksimalt antall kursnoteringsavgift for brudd på informasjonsplikten. Det er kun i Sysdeco-saken fra 1997 hvor børsstyret ila ti ganger kursnoteringsavgiften for manipulering og mangelfull regnskapsinformasjon. Bruddet på informasjonsplikten er for Opticoms tilfelle av klart mindre alvorlig karakter. Det tok over en dag før fullstendig melding ble sendt markedet og mange handler ble gjennomført i denne perioden. Samtidig hadde selskapet utlignet den mest kurssensitive informasjonen – at det var gjennomført en rettet emisjon. Detaljinformasjon om hvem emisjonen var rettet mot og øvrige ikke tidligere opplyste omstendigheter var i seg selv kurssensitivt, men nok av mindre betydning i forhold til emisjonsbeslutningen."

Etter børsens vurdering bør det reageres med et betydelig overtredelsesgebyr i den foreliggende sak. Det vises til at både bruddet på likebehandlingsplikten og informasjonsplikten hver for seg er selvstendige overtredelser som kvalifiserer til overtredelsesgebyrer. I tillegg må det også i skjerpene retning tas hensyn til at Opticom har fått advarsel og overtredelsesgebyr for tilsvarende brudd på børsforskriften.

Ut fra en helhetsvurdering har børsen funnet at overtredelsesgebyret i denne saken bør settes til 8 ganger kursnoteringsavgiften, hvilket til sammen utgjør kr. 880.000,-.

5 Selskapets anførsler

Advokat Jan Fredrik Wilhelmsen har, på vegne av Opticom, i brev av 9. februar 2006 påklaget børsstyrets vedtak av 24. januar. Prinsipalt anføres i klagen at børsstyrets vedtak bygger på feilaktig og delvis irrelevant faktum samt feil rettsanvendelse. Subsidiært, for det tilfelle at Børsklagenemnden finner at det foreligger en eller flere overtredelser, anføres at den valgte sanksjonen er for streng i forhold til børsens tidligere praksis.

Innledningsvis i klagen er anført at vedtaket, særlig anførselene rundt motivet for forskjellsbehandlingen, indikerer at Oslo Børs generelt er skeptisk og mistroisk overfor selskapet. Det vises her til Oslo Børs' uttalelser om at motivet for den gjennomførte emisjonen var Keith, Fussell og Gudesens ønske om å motvirke at de mistet sin faktiske kontroll over selskapet, samt at ved et tap av kontroll måtte det ventes at de store godtgjørelsene fra selskapet til Keith, Fussell og Gudesen ville bortfalle.

I brev av 8. mars til Oslo Børs har Wilhelmsen også kommentert børsstyrets vedtak av 28. februar. I brevet er det anført at børsstyret i dette vedtaket ikke i tilstrekkelig grad har tatt stilling til partens anførsler i klagen. Særlig fremheves i denne forbindelse den overfornevnte anførselen knyttet til motivet for den gjennomførte emisjonen, samt anførselene knyttet til tegningskursen. Det er også anført at Oslo Børs i vedtaket av 28. februar har endret sin vurdering på enkelte punkt uten at dette har fått betydning for konklusjonen i vedtaket. Videre er det anført at det ikke er riktig at selskapet fikk kritikk fra Oslo Børs i 2002 for manglende likebehandling av aksjonærer.

5.1 Emisjonen – spørsmålet om likebehandling

Det vises i klagen til at den rettede emisjonen var i overensstemmelse med den fullmakt styret hadde fått av generalforsamlingen 10. mai 2005 (se omtale av denne under pkt 3 i sitatet fra Opticoms pressemelding av 10. november 2005). Videre vises til at

tegningskursen var basert på "the best quotation and the most objective information available at the time". Emisjonen kan således etter selskapets oppfatning ikke anses som en urettmessig forskjellsbehandling ("discrimination") av aksjonærene. Selskapet kan heller ikke se at Oslo Børs har godtgjort at slik forskjellsbehandling foreligger.

Ifølge selskapet var motivasjonen for den rettede emisjonen følgende:

"(i) When the decision to enter into the agreement regarding private placement with Simpson was made in the late evening of 8 November 2005, the members of the Board were aware only of the fact that on the same day a total of 2,130,521 shares in the Company had been sold by forced sale, through a book building process carried out by Carnegie ASA ("Carnegie"). The Board did not know the identity of the investors until the flagging notices were published on 9 November 2005, which revealed the identity of certain of the investors. The major concern of the Board of Directors in the evening of 8 November 2005 was therefore to secure the financing which the Company had planned and worked on since May 2005. The Board of Directors was concerned about the market reaction when the forced sale would be announced the day after, as it is a known fact that a forced sale of a large quantity of insiders' shares normally causes the price of the shares to dip. This proved later not to be the case, but at the relevant time the Board of Directors saw this as a very distinct possibility.

(ii) The Board of Directors wanted to ensure that the long-term strategy the Company had in respect of its investment in Fast Search & Transfer ASA ("FAST") would not be jeopardised by a change in the shareholder structure of Opticom. Considering the large shareholding the Company had in FAST, it was in the opinion of the Board of Directors of vital importance for the Company that the strategy laid down by it for its ownership in FAST would be followed.

(iii) In May 2005, the Board of Directors of the Company had invited all shareholders in the Company to submit a tender for a subscription for shares in the Company. The interest expressed by the shareholders at that time was minimal, with only about a dozen shareholders being willing to participate. In fact, the Board had to extend the tender period in order for the minimum share issue to be taken up. In light of this recent experience, the Board therefore was exploring alternative options when faced with the task of raising necessary capital, such as placing the shares with a known long-term supporter of the stated strategy of the Board."

Oslo Børs har i vedtaket av 24. januar uttalt at med unntak av enkelte spekulasjoner i pressen, var det ikke grunnlag for å forvente at et nytt aksjonærflertall ville tvinge gjennom en vesentlig annerledes strategi verken for FAST-aksjene eller Thin Film Electronics. Og selv om det skulle være grunnlag for å forvente en annen strategi, var det ikke grunnlag for å si at den alternative strategien ville være verdiforringende for selskapet eller selskapets aksjonærfellesskap.

Selskapet er ikke enig med Oslo Børs på dette punkt. Det vises til at styret 8. november da emisjonen ble besluttet, ikke kjente identiteten til de som hadde kjøpt aksjer i forbindelse med tvangssalget. Styret kunne derfor ikke vite om disse ville kunne true selskapets strategi i forbindelse med denne investeringen. Samtidig skriver selskapet at:

"The responsibility of the board of directors of any company is to determine what serves the best interest of the company, and then act accordingly. When the agreement with Simpson was concluded, the Board was aware of the views which had been expressed in the market regarding the Company's investment in FAST and how such investment could best be realised. That some shareholders have views which differ from those held by the board is not an uncommon situation for any board, neither is the fact that the board recommends actions which are in line

with the points of view of one fraction of the shareholders or the other. A share issue which is carried out as a defence against actions which, in the opinion of the board, are hostile, is by all means not an unknown phenomenon in Norway, and such share issues have previously been carried out a number of times without Oslo Børs invoking discrimination of shareholders."

Etter selskapets vurdering er det dessuten slik at det er styrets ansvar å ivareta selskapets beste. Oslo Børs kan etter klagers vurdering ikke overprøve denne vurderingen "unless the discrimination is grossly unreasonable or the board has taken into account factors which are clearly erroneous". Slike forhold foreligger etter klagers oppfatning ikke i den foreliggende sak. Tvert imot var styrets avgjørelse truffet i god tro etter en grundig forretningsmessig vurdering. Selskapet skriver videre i denne forbindelse:

"The private placement of shares had been authorised by the general meeting of shareholders in May 2005, and the authorisation received by the Board of Directors to obtain further financing by way of private placement had been duly made public to the market.

The price agreed by the Board of Directors on 8 November 2005 represented, in the opinion of the Board of Directors, the best price obtainable at the time – set by independent, external book building for a strategic stake in the Company. It was certainly higher than the average price of Opticom shares during the preceding year, and would, in the reasonable opinion of the Board of Directors, likely be higher than the price offered by the market after the forced sale became known in the market.

In the general meeting of shareholders held on 7 December 2005 the proposal of the then existing Board of Directors obtained approximately one half of the votes, and the management of FAST – around which the dispute among the shareholders of Opticom revolved – adamantly supported the proposal. The reason for the support by the shareholders in Opticom and the management of FAST was exactly the same as that of the Board of Directors of Opticom – that the private placement with Simpson would serve the best interests of the Company. "

5.2 Informasjonsplikt

Selskapet har på bakgrunn av at melding om emisjonen først ble offentliggjort kl. 10.09, 9. november erkjent at meldingen kom 9 minutter for sent. Selskapet anser imidlertid denne meldingen for fullstendig og fyllestgjørende og er uenig i børsens anførsler om at korrekt melding først ble gitt markedet ved børsmelding dagen etter, 10. november kl. 13.20. Videre anføres at en forsinkelse på 9 minutter ikke representerer et brudd på informasjonsplikten som kvalifiserer til sanksjoner.

Selskapet er uenig i at meldingen den 10. november gir ytterligere informasjon utover at Simpson er navngitt, noe som etter selskapets vurdering ikke kan anses som kursrelevant informasjon. Selskapet hadde allerede i samtaler med børsen opplyst hvem emisjonen var rettet mot, og overfor markedet var det klart at en emisjon ville rettes mot aksjonærer som hadde sammenfallende syn på ledelsen av Opticom som det tidligere styret.

Det vises i klagen til at det ikke er godtgjort at kursen på aksjene i Opticom endret seg som følge av børsmeldingen 10. november.

5.3 Subsidiær anførsel

For det tilfelle at Børsklagenemnden til tross for selskapets prinsipielle anførsel skulle finne at det foreligger en eller flere overtredelser anføres at den valgte sanksjonen er for

streng i forhold til børsens tidligere praksis. Så vidt høye overtredelsesgebyr er svært uvanlige og bør etter selskapets oppfatning bare benyttes ved alvorlige og gjentatte overtredelser, noe som etter selskapets vurdering ikke foreligger i den aktuelle sak.

6 Børsklagenemndens vurdering

6.1 Emisjonen – spørsmålet om likebehandling

Børsklagenemnden vil først behandle klagers anførsel om at selskapets egen vurdering av ivaretakelsen av selskapets beste ikke kan overprøves med mindre forskjellsbehandlingen er grovt urimelig eller styret har lagt et klart uriktig faktum til grunn.

Spørsmålet om børsens adgang til å overprøve skjønsmessige beslutninger av et selskapsorgan er behandlet av Marius Ryel i artikkelen *"Børsens kontroll av aksjerettslige forhold"* inntatt i Tidsskrift for Forretningsjus nr. 1 1995 side 63 flg. Han stiller spørsmål om adgangen til å overprøve skjønsmessige beslutninger må anses begrenset etter retningslinjer som har slektskap med det som gjelder for domstolenes prøvelse av forvaltningens frie skjønn. Dette vil grovt sagt innebære at man bare kan prøve om det ved avgjørelsen er bygget på utenforliggende hensyn, foreligger usaklig forskjellsbehandling eller om avgjørelsen fremstår som grovt urimelig. Ryel uttaler at han personlig har *"en hel del sympati for en slik løsning, men det gjenstår å se hvilken utvikling vi her vil få"*.

Tilsvarende problemstilling i relasjon til aksjelovens regler om myndighetsmisbruk er tatt opp i Filip Truyens avhandling *"Aksjonærenes myndighetsmisbruk"* fra 2004, hvor han på side 272 konkluderer med at man ikke på generell basis kan begrense domstolsprøvelsen av generalforsamlingens hensiktsmessighetsskjønn. Han begrunner sitt standpunkt med forskjellen i informasjonstilgangen for henholdsvis aksjemajoriteten og aksjeminoriteten, og henviser til reglene om partsoffentlighet og begrunnelsesplikt som gjelder i forvaltningsretten, og som vil gi partene tilfredsstillende informasjon. Noe tilsvarende gjelder ikke innenfor selskapsretten.

Børsklagenemnden finner det unødvendig å gå nærmere inn på det prinsipielle spørsmål om overprøvingsadgangens utstrekning med hensyn til skjønnsutøvelse. For børsklagenemnden er spørsmålet etter børsforskriften § 23-8 om det foreligger en usaklig forskjellsbehandling av aksjonærene gjennom den foretatte emisjon. En slik vurdering vil også ligge innenfor domstolenes kompetanse når det gjelder å overprøve forvaltningens beslutninger.

Sammenfallet i tid mellom gjennomføringen av tvangssalget om ettermiddagen den 8. november 2005 og styrets etterfølgende beslutning om å iverksette en rettet emisjon til Simpson, gjør at børsklagenemnden finner det overveiende sannsynlig at hovedhensikten med emisjonen for styret var å opprettholde kontrollen med selskapet. Dette støttes også av selskapets egen forklaring gitt foran under pkt. 5.1 (ii), om at styret ønsket å bevare kontrollen over den langsiktige strategi de hadde lagt opp til.

Dersom hovedhensikten var å sikre selskapets fremtidige finansiering, slik det er forklart i pkt. 5.1 (i) og (iii) foran, er det intet i veien for at likebehandling av aksjonærene kunne vært ivaretatt, enten i kombinasjon med fulltegningsgarantien fra Simpson, eller ved en etterfølgende reparasjonsemisjon.

Det at hele 15% av selskapets aksjer ble solgt gjennom tvangssalget til kurs NOK 68 i løpet av ettermiddagen den 8. november 2005, tilsier at det var interesse for selskapets aksjer. Styret hevder at det var engstelig for en kursnedgang som følge av tvangssalget. På bakgrunn av den interesse som faktisk forelå for aksjene, må det ha fortonet seg som relativt usikkert hvilken vei kursen ville gå når salget neste dag ble gjort kjent. Dette burde etter børsklagenemndens mening ha ledet til en stor grad av aktsomhet med hensyn til likebehandling av aksjonærene da emisjonen ble iverksatt. Dette synes helt å

være oversett, hvilket igjen trekker i retning av at formålet med emisjonen utelukkende var å sikre kontroll.

Børsforskriften § 23-8 krever at utsteder ikke utsetter aksjonærene for *“forskjellsbe-handling som ikke er saklig begrunnet ut fra utsteders og innehavernes felles interesse”*. Selskapet påberoper seg at den saklige grunn ligger i vernet om den langsiktige strategi styret hadde lagt opp til. Det foreligger imidlertid ingen holdepunkter for at et nytt aksjonærflertall ville tvinge gjennom en strategi som kunne bli verdiforringende for selskapet eller aksjonærfelles-skabet. Børsklagenemnden kan derfor ikke se at det her ligger noen saklig grunn for forskjellsbehandlingen.

Selv om styret fra generalforsamlingen den 10. mai 2005 hadde fullmakt til å utstede aksjer – også i form av en rettet emisjon – må en slik fullmakt utnytted innenfor aksje- og børsrettslige likebehandlingsregler, blant annet regelen i børsforskriften § 23-8. Børsklagenemnden kan ikke se at det forelå noen saklig grunn til å rette emisjonen utelukkende mot én aksjonær som måtte antas å støtte det sittende styret. Denne utnyttelse av fullmakten fremstår som en forskjellsbehandling av aksjonærene, som også etter børsklagenemndens mening representerer et klart brudd på børsforskriften § 23-8

6.2 Informasjonsplikten

Selskapet har vedgått at det foreligger brudd på informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2, ved at børsmeldingen om emisjonen ikke ble offentliggjort før kl. 10.09 den 9. november. Børsen har påpekt at den var i kontakt med selskapet telefonisk flere ganger før børsåpning den 9. november i forbindelse med tvangssalget, men børsen ble ikke under disse samtaler orientert om vedtaket fra kvelden før om den rettede emisjon.

Selv om børsmeldingen om emisjonen bare var ca. 10 minutter forsinket, hadde aksje-kursen på Opticom beveget seg kraftig, opp hele 14,3% fra børsåpning til emisjonsmeldingen ble offentliggjort.

Den første børsmeldingen inneholdt ingen opplysninger om hvem emisjonen var rettet mot. Dette ble – på foranledning av børsen og etter en ny børspause – først offentlig-gjort dagen etter, den 10. november kl. 13.20.

Selskapet anfører at den første børsmeldingen om emisjonen inneholdt alle vesentlige opplysninger, og at det bare er flisespikkeri fra børsens side når det kreves ytterligere opplysninger.

Børsklagenemnden er ikke enig i dette. I den situasjonen som forelå om morgenen den 9. november, må det antas å ha hatt vesentlig betydning for aksjonærenes verdsettelse av aksjen å få vite at emisjonen rettet seg mot en aksjonær som støttet styrets strategi. Spekulasjoner i media kan ikke erstatte konkret og presis informasjon fra selskapet selv, slik børsloven § 5-7, jfr. børsforskriften § 5-2 og verdipapirhandelloven § 2-2 første til tredje ledd krever.

Børsklagenemnden er derfor enig med Oslo børs i at også disse bestemmelser er overtrådt i nærværende sak.

6.3 Sanksjonen

Børsklagenemnden er videre enig i at overtredelsen av forbudet mot usaklig forskjellsbehandling i børsforskriften § 23-8 og bruddet på informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2 er alvorlig, og at det bør reageres med overtredelsesgebyr.

Siden dette er tredje gang selskapet bryter reglene om informasjonsplikt, bør overtredelsen av børsforskriften § 5-2 alene innebære illeggelse av overtredelsesgebyr og ikke bare en advarsel eller kritikk.

Når det gjelder bruddet på likebehandlingsreglene, anser børsklagenemnden det for svært alvorlig at styret benyttet emisjonsfullmakten til å vanne ut de øvrige aksjonærens innflytelse i en maktkamp som den foreliggende.

Selv om det ikke kan legges vekt på saken om forskjellsbehandling som ble tatt opp av børsen i 2002, fordi den ikke munnet ut i noen kritikk, har børsklagenemnden etter en helhetsvurdering ingen innvendinger mot at det samlede overtredelsesgebyr settes til 8 ganger kursnoteringsavgiften, slik Oslo børs har kommet til.

7 Børsklagenemndens vedtak

Børsstyrets vedtak av 24. januar 2006 om å ilegge Opticom ASA overtredelsesgebyr tilsvarende 8 ganger årlig kursnoteringsavgift, til sammen kr. 880.000.-, jfr. børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften §§ 5-2, første ledd og 23-8, opprettholdes.

5.4.2 Gresvig ASA - Oppkjøp av Voice Norge AS (brev av 17.02.2006)

Det vises til tidligere korrrespondanse i saken, senest Deres brev 10. februar 2006 med svar på vårt brev av 6. februar 2006.

I korthet er saksforholdet at Gresvig har besluttet å kjøpe samtlige aksjer i Voice Norge AS (Voice) fra O.N. Sunde og selskap der han har kontroll (Sunde). Sunde eier ca 51,5 prosent av Gresvig ASA. Beslutningen om kjøp er truffet av generalforsamlingen etter votering med et flertall bestående av 56 prosent av stemmene som i hovedsak er Sundes egne stemmer. Styrets forslag om kjøpet er behandlet uten at styremedlemmer med tilknytning til Sunde deltok, men bygger på en strategi vedtatt av et samlet styre. Det fremgår også av dokumentasjonen at styret stilte seg negativt til kjøp av Voice før Sunde selv ble styremedlem og fikk kontroll i selskapet, men at styret nå har en endret sammensetning. Kjøpesummen for Voice vil kunne utgjøre nesten like mye som markedsverdien av Gresvig.

Det fremgår av pressen og henvendelser til børsen at flere av de øvrige aksjonærene i Gresvig mener de har fått for lite informasjon om Voice til å vurdere den pris Gresvig skal betale. De indikerer også at prisen er høyere enn hva som må sies å være markedsmessig og at kjøpet således innebærer en formuesoverføring fra Gresvig til Sunde på bekostning av øvrige aksjonærer.

Børsforskriften § 23-8 og børsens løpende forpliktelser pkt 2.1 krever i likhet med allmennaksjeloven § 5-21 og § 6-28 at selskapet (også generalforsamlingen) ikke usaklig eller urimelig forskjellsbehandler aksjeeiere. Børsen vil imidlertid normalt ikke overprøve selskapets forretningsmessige skjønn av rimelighet eller saklighet, og i tilfelle bare dersom forskjellsbehandlingen er klart usaklig, grovt urimelig eller det er tatt utenforliggende hensyn.

Oslo Børs finner grunn til å minne om at det krever særskilt aktsomhet når selskapet inngår en så vesentlig avtale som dette ved en beslutning basert på eierinnflytelsen til kontrollerende aksjonær. Blant annet må selskapet sørge for at aksjonærene får tilstrekkelig informasjon til å vurdere transaksjonen. At børsnoterte selskaper opptre på en måte som ivaretar alle aksjonærens tillit er viktig ikke bare for selskapet selv, men også for den generelle tillitt aksjemarkedet bygger på.

Basert på det materiale vi har mottatt har børsen likevel ikke funnet grunn til å gå inn på en overprøving av prisen eller motivet for kjøpet. Det understrekes at dette ikke innebærer noen form for godkjenning fra børsens side.

5.5 EIERSTYRING OG SELSKAPSLEDELSE

5.5.1 Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse (børssirkulære nr. 1/2007)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

5.5.2 XXs redegjørelse for eierstyring og selskapsledelse i årsrapporten for 2005 (brev av 13.11.2006)

I "Regler for selskap med børsnoterte aksjer og grunnfondsbevis (løpende forpliktelser)" punkt 7 er det innført krav om at børsnoterte selskaper årlig skal utarbeide en redegjørelse i samsvar med Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse.

I Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse punkt 1. 2. ledd fremgår det at selskapet skal gi en samlet redegjørelse for eierstyring og selskapsledelse i årsrapporten. Redegjørelsen skal omfatte hvert av de enkelte hovedpunktene i anbefalingen. Anbefalingen bygger på et "følg og forklar" prinsipp ("comply and explain"). Det innebærer at anbefalingens enkelte punkter enten følges, eller at det forklares hvorfor selskapet har valgt en annen løsning. Det er den innrammede og uthevede teksten i anbefalingen selskapene skal følge eller eventuelt forklare avvik fra. I kommentarene utdypes, forklares og begrunnes anbefalingene. Redegjørelsen forventes å være særlig utfyllende på områder hvor man ikke følger anbefalingens utgangspunkt og dermed skal forklare avvik fra anbefalingen. En samlet redegjørelse vil gjøre det enkelt for markedet å forstå hvordan selskapet har innrettet seg i forhold til eierstyring og selskapsledelse. Den samlede redegjørelsen kan imidlertid gi henvisninger til mer utførlige opplysninger andre steder i årsrapporten eller på selskapets internettsider.

Vi kan ikke se at selskapet har gitt en samlet redegjørelse for eierstyring og selskapsledelse i årsrapporten for 2005 som omtaler hvert av de enkelte hovedpunktene i anbefalingen. Med dette brevet vil børsen gjøre selskapet oppmerksom på at hvert av de enkelte hovedpunktene i anbefalingen skal omtales i den samlede redegjørelsen. Børsen vil i 2007 ha en særlig oppfølging av redegjørelser for eierstyring og selskapsledelse som blir avgitt årsrapportene for 2006.

Vennligst ta kontakt med undertegnede ved spørsmål eller kommentarer til ovennevnte.

5.5.3 Utvidelser av åpne lån og tilbakekjøpstilbud av obligasjoner og sertifikater notert på Oslo Børs og ABM (børssirkulære nr. 1/2006)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

5.6 INFORMASJONSPLIKT – OBLIGASJONER

5.6.1 Overgang til IAS for låntakere med børsnoterte lån og overføring av lån til ABM (børssirkulære nr. 8/2006)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

6. TILBUDSPLIKT/FRIVILLIG TILBUD

6.1 TILBUDSPLIKT

6.1.1 Tilbudspflicht i Wilson ASA - overføring innen konsolidert gruppe (Børsklagenemndens sak 4/2006)

Avgjørelse 7. juli 2006 av klage fra Caiano AS (Caiano, selskapet, klager) over børsens vedtak 23. mai 2006 om å pålegge selskapet å fremsette et pliktig tilbud til aksjonærene i Wilson ASA etter verdipapirhandelloven kap. 4 eller foreta nedslag i samsvar med § 4-1 første ledd annet punktum, jf. § 4-9.

1 Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Oslo Børs fattet den 23. mai 2006 vedtak med slik konklusjon:

"Caiano AS pålegges å fremsette pliktig tilbud til øvrige aksjonærer i Wilson ASA etter reglene i vphl. kap. 4 innen fire uker fra 23. mai 2006, eller foreta nedslag i samsvar med vphl. § 4-1 første ledd andre setning jf vphl. § 4-9

Børsens pålegg kan påklages til børsklagenemnden etter reglene i børsforskriften kap. 26 innen to - 2 - uker. Klagen kan på anmodning gis oppsettende virkning etter forvaltningsloven § 42."

Advokat Stang Heffermehl har på vegne av Caiano i brev av 6. juni påklaget børsens vedtak og bedt om at klagen gis oppsettende virkning. Klagen er rettidig fremsatt. I brev av 8. juni har børsen gitt klager en frist på fire uker fra Børsklagenemndens vedtak for å fremsette et pliktig tilbud (forutsatt at nemnden opprettholder børsens pålegg). Advokat Thyness har på vegne av minoritetsaksjonærene i Wilson, Djuva 11 (D11) og Djuva 12 (D12) kommet med kommentarer til klagen den 12. juni. Dette er så kommentert av Advokat Stang Heffermehl i brev av 20. juni.

Børsen har i vedtak av 23. juni besluttet å opprettholde sitt vedtak av 23. mai. Saken ble derfor i brev av 23. juni oversendt Børsklagenemnden for behandling jf. børsforskriften § 26-3 første ledd og forvaltningsloven § 33.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 7. juli 2006. Ved behandlingen og avgjørelsen deltok Bjørg Ven (leder), John Giverholt, Hugo Matre, Bernt Zakariassen og Cathrine Hambro.

2 Kort om selskapene

Wilson ble børsnotert i mars 2005. Wilsons hovedaksjonær In Ship AS (In Ship) eide 65 % av aksjene ved børsnoteringen og frem til disse aksjene ble utdelt som utbytte til In Ship aksjonærene.

In Ship er et selskap med A- og B-aksjer. Caiano, kontrollert av Kristian Eidesvik, eier 67,36 % av B-aksjene og 100 % av A-aksjene, tilsvarende 84,76 % av kapitalen. D11 og D12, kontrollert av Ole Henrik Nesheim, eier til sammen resten av B-aksjene.

Caiano og In Ship var ved børsnoteringen av Wilson å anse som en identifisert gruppe etter vphl. §§ 4-5, jf 1-4 nr. 4. Det foreligger en aksjonæravtale mellom Caiano, D11 og D12 om utøvelse av aksjonærrettigheter i In Ship. B-aksjene er uten stemmerett, dog fremkommer det av aksjonæravtalen at D11/D12 skal ha rett til å utnevne ett styremedlem i In Ship og ett i Wilson. Utover dette inneholder avtalen bestemmelser om

konvertering av gjeld, om felles målsetting om å realisere verdiene i selskapet, utbyttebetalinger mv. Av børsnoteringsprospekt av 28. februar 2005 for Wilson fremgår at med mindre In Ships aktiva blir realisert innen 20. juni 2007, skal en av aksjonærene i selskapet (dvs. enten Caiano eller D11/ D12) overta den annen parts aksjer gjennom en "lukket auksjon".

3 Sakens bakgrunn

I brev av 15. februar rettet advokat Kjornæs på vegne av Caiano en henvendelse til Oslo Børs hvor det ble opplyst at det ble vurdert å foreta utdeling av In Ships Wilsonaksjer til In Ships aksjonærer som utbytte. Det ble opplyst at ved en slik utdeling ville ventelig 43,78 % av aksjene i Wilson bli utdelt til Caiano og selskapet vil derfor alene passere tilbudspliktgrensen som følge av utdelingen. Etter Caianos vurdering ville en slik utdeling ikke utløse tilbudsplikt for Caiano etter verdipapirhandelloven kapittel 4, da det dreide seg om overførsel fra et datterselskap til et morselskap, men man ønsket å avklare Oslo Børs' syn på saken.

Oslo Børs ga i brev av 2. februar uttrykk for at etter deres oppfatning ville tilbudsplikten utløses av en slik overføring. Etter møte den 16. mars, telefonsamtaler og ytterligere korrespondanse mellom børsen og Caianos advokat, ble utdelingen besluttet på generalforsamling i In Ship 10. mai 2006, hvor følgende vedtak ble fattet:

"Som utbytte på selskapets B-aksjer utdeles alle selskapets 27.440.400 aksjer i Wilson ASA. Den balanseførte verdien av aksjene er NOK 122.559.450,- som utgjør NOK 4,466 per Wilsonaksje, jf. aksjeloven § 3-6 tredje ledd. Dette utgjør 4,09703 Wilsonaksjer pr. B-aksje. Utbyttet utbetales snarest og senest innen 20. mai 2006."

Vedtaket ble truffet mot stemmene til D11 og D12 og til tross for at disse hadde gitt varsel om at et slikt vedtak ville bli bestridt rettslig. Aksjene i Wilson ble overført til Caiano, D11 og D12 som fikk hhv. 43,78 %, 18,57 % og 2,65 % hver. Caiano eide i tillegg 3,45 % av aksjene i Wilson fra tidligere. Etter utdelingen har Caiano en samlet direkte eierandel i Wilson på 47,23 %.

Etter forespørsel fra Oslo Børs ga advokat Thyness på vegne av D11 og D12 i brev av 15. mai 2006 uttrykk for at utdelingen etter disse aksjonærenes vurdering medførte tilbudsplikt for Caiano etter vphl kapittel 4.

Oslo Børs påla Caiano den 23. mai å fremsette pliktig tilbud til minoritetsaksjonærene i Wilson etter vphl kapittel 4 eller foreta nedsalg i samsvar med § 4-1 første ledd andre setning, jf. § 4-9.

4 Børsens vedtak

Børsen tar utgangspunkt i at Caiano ved utdeling av aksjer fra In Ship vil eie aksjer som "representerer mer enn 40 prosent" av stemmene og aksjene i Wilson. Dermed foreligger plikt etter vphl. § 4-1 til å fremsette tilbud. Av bestemmelsens første ledd følger at:

"Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs (børnoterte selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med § 4-8 jf. 4-9."

Caiano gikk ved utdelingen av aksjene fra en direkte eierandel på 3,45 % i Wilson til 47,23 %. Spørsmålet er om Caianos tidligere indirekte eierandel gjennom In Ship får betydning i relasjon til reglene om tilbudsplikt. Børsen behandler i sitt vedtak først spørsmålet om Caiano kan identifiseres med In Ship, slik at vphl § 4-1 ikke kommer til anvendelse. Dernest behandles om noen av unntakene i vphl §§ 4-6 eller 4-2 andre ledd

om overdragelser innen en konsolidert gruppe kan komme til anvendelse og unnta fra tilbudsplikten

4.1 Identifikasjon mellom Caiano og In ship

Børsen viser til at de ved flere anledninger har tolket utgangspunktet i vphl. § 4-1 innskrenkende slik at det ikke omfatter erverv/ overføringer til heleid datterselskap, jf. "Vedtak og uttalelser" for 1999 s. 68 og for 2000 s. 132. Av sistnevnte avgjørelse fremkommer ifølge børsen at det heller ikke er avgjørende om transaksjonen skjer motsatt vei, dvs. fra heleid datterselskap til morselskap.

Ifølge børsen er spørsmålet i den foreliggende sak om en slik innskrenkende tolkning også omfatter overføringer til selskap som ikke eier 100 % men hvor det ervervende selskap kontrollerer det avhendende selskap, slik at det ikke kan sies å skje et kontrollskifte ved overføringen. I vedtaket av 23. mai trekkes følgende passus inn fra saken 1999 s. 68:

"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. Det tas imidlertid forbehold om at konklusjonen kan bli en annen hvor overføringen fremstår som del av et arrangement for omgåelse av tilbudsplikt i forbindelse med et reelt kontrollskifte.

Det understrekes at denne vurderingen bygger på at datterselskapet eies av X med 100% og at det ikke er vurdert om konklusjonen kan bli en annen ved overføringer til datterselskap som ikke er heleiet samtidig som dets vesentligste virksomhet ikke er de børsnoterte aksjene."

Begrunnelsen for å unnta overdragelse til (eller fra) et 100% eid selskap er at dette representerer en organisering av egen virksomhet som ikke overfører kontroll eller beslutningsmyndighet i forhold til de børsnoterte aksjene til andre. Det tas imidlertid uttrykkelig forbehold om at konklusjonen kan bli en annen både dersom overføringen fremstår som et arrangement for kontrollskifte eller dersom datterselskapet er eid med mindre enn 100%.

Etter tidligere verdipapirhandellov av 1985 § 5 A la børsen til grunn at tilbudsplikt inntrådte også hvor erververen var et selskap som var datterselskap til selgeren, eiet med mer enn 50% men mindre enn 90%. Saken omtales i NOU 1996: 2 s. 118 nettopp relatert til spørsmålet om hvilke typer erverv som er omfattet av tilbudspliktreglene:

"Som nevnt har Oslo Børs i en konkret sak lagt til grunn at også overføring av en aksjepost i et børsnotert selskap fra et morselskap til datterselskap (eiet mindre enn 90 pst.), utløste tilbudsplikt. Det er såvidt Verdipapirhandellovutvalget er kjent med, ikke tatt stilling til spørsmålet ved overføringer mellom aksjonærer som er konsolidert etter andre regler enn konsernbestemmelsen. Verdipapirhandellovutvalget ser argumenter for at også interne overføringer innen en konsolidert gruppe bør kunne utløse tilbudsplikt, ettersom ikke selve konsolideringen foreslås å utløse slik plikt. Spørsmålet bør imidlertid vurderes på bakgrunn av hvilke konkrete endringer i eierandeler den interne overføringen medfører. Utvalget finner det klart at tilbudsplikt skal og vil utløses dersom en enkelt aksjonær i gruppen overstiger 40 pst. grensen alene. Dette gjelder uavhengig av hvilke forhold som ligger til grunn for konsolideringen. Utvalgets syn er på dette punkt i samsvar med Oslo Børs' praksis forsåvidt gjelder konsernforhold. Det vises

for øvrig til at en annen løsning ville medført at tilbudsplikt ville måtte inntre ved oppløsning av den konsoliderte gruppen."

Børsen mener at en identifikasjon mellom det samarbeid og den kontroll Caiano og D11/ D12 har hatt i Wilson gjennom In Ship og Caianos eierskap i Wilson vil kunne åpne for en omgælsesmulighet av tilbudspliktreglene. Det uttales i denne forbindelse i vedtaket av 23. mai:

"Det er på det rene at Caiano gjennom sine A-aksjer i In Ship i realiteten hadde full kontroll med forvaltningen av Wilsonaksjene. Dette til tross for at den samlede eierandelen var på 84,76%. Utdelingen av Wilson aksjer vil medføre at D11 og D12 blir eier av 21,22 % av Wilsonaksjene direkte. D11 og D12 hadde etter aksjonærvtalen rett til å utpeke ett styremedlem i både In Ship og Caiano. Disse forholdene tilsier etter børsens oppfatning samlet sett at Caiano og In Ship ikke kan identifiseres da det er åpenbart forskjellige eierinteresser i hhv Caiano og In Ship, hvor minoritetsaksjonæren dessuten har rett til å utpeke styremedlemmer i Wilson. Selv om Caiano kan sies å ha aksjerettslig kontroll, vil D11/D12 gjennom sin rett til å utpeke styremedlemmer både i Wilson og In Ship rent faktisk ha en viss innflytelse over Wilson-aksjene som i dag eies av In Ship, til forskjell fra et direkte eierskap gjennom Caiano.

En utdeling av Wilsonaksjer fra In Ship vil således være en oppløsning av denne formen for samarbeid og den kontroll som de til sammen har utøvd."

På denne bakgrunn mener børsen at de identifikasjonssynspunkter som har begrunnet en innskrenkende tolkning av verdipapirhandelloven § 4-1 ikke kommer til anvendelse ved utdeling av Wilsonaksjer fra In Ship til dets aksjonærer.

4.2 Unntaket for etterfølgende erverv etter vphl § 4-6

Børsen drøfter videre om utdelingen av aksjer til Caiano omfattes av unntaket for etterfølgende erverv i vphl. § 4-6. Der heter det at:

"Aksjeeier eller en identifisert gruppe som eier aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et børsnotert selskap og ikke har gitt tilbud i samsvar med bestemmelsene om pliktig tilbud, plikter ved et hvert etterfølgende erverv som ikke faller inn under et unntak som nevnt i § 4-2, å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet med mindre det foretas salg i samsvar med § 4-8, jf. § 4-9.

Første ledd gjelder ikke aksjeeier eller identifisert gruppe som

1. ved lovens ikrafttredelse eier mer enn 45 prosent av aksjene i et børsnotert selskap, eller
2. ved opptak til børsnotering eier mer enn 40 prosent av aksjene i selskapet."

Det konkluderes i børsens vedtak med at unntaket i § 4-6 ikke kommer til anvendelse. Av børsens begrunnelse hitsettes følgende:

"Etter børsens oppfatning kommer ikke unntaket om etterfølgende erverv i § 4-6 andre ledd nr. 2 til anvendelse i denne situasjonen hvor en post på over 40% overdras til en enkeltaksjonær. Unntakene fra tilbudsplikt ved etterfølgende erverv i § 4-6 andre ledd tar sikte på situasjoner der en aksjonær eller gruppe allerede er over 40% og ytterligere befester sin eierposisjon ved oppkjøp, men hvor ingen i gruppen passerer 40% aksjeeie ettersom hovedregelen i § 4-1 da ville komme til anvendelse. Den forutsetter således at eierkontrollen er tilnærmet lik, dvs at det er den samme aksjonærgruppen som utøver kontrollen.

Caiano som aksjeeier har ikke alene eid aksjer over 40% fra før børsnoteringstidspunktet. Utdelingen fra In Ship medfører således at en av gruppens aksjonærer alene får kontroll, og vphl. § 4-6 andre ledd vil ikke være anvendelig."

Videre skriver børsen i vedtaket av 23. juni at det ikke kan sies å foreligge et etterfølgende erverv etter vphl. § 4-6 fra Caianos side. Dette fordi Caiano ikke alene har eid mer enn 40 % av aksjene fra før børsnoteringstidspunktet.

Børsen konkluderer etter dette med at det ikke er grunnlag for å tolke vphl. § 4-1 innskrenkende slik at vphl. § 4-6 annet ledd gjør unntak fra tilbudsplikten der hvor en av de konsoliderte parter alene passerer tilbudspliktgrensen. Når In Ship utdeler sine aksjer i Wilson til sine aksjonærer oppstår dermed tilbudsplikt for Caiano.

4.3 Unntaket i vphl § 4-2 annet ledd

Børsen drøfter så om unntaket i vphl. § 4-2 annet ledd om erverv fra en vedkommende er identifisert med kommer til anvendelse. Av denne bestemmelsen følger at:

"Tilbudsplikt etter § 4-1 inntreffer ikke ved erverv fra en vedkommende er identifisert med etter § 4-5, med mindre erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet."

Under henvisning til at Caiano alene vil passere tilbudspliktgrensen legger børsen til grunn at det er klart at unntaket i utgangspunktet ikke kommer til anvendelse.

På den annen side vises til at børsstyret i Høegh-saken ("Vedtak og uttalelser" 1998 s. 72-78) har tolket unntaket i vphl. § 4-2 innskrenkende i forhold til overdragelser inn en konsolidert gruppe i lys av vphl. § 4-6 andre ledd nr. 1. Om disse sakene sies følgende i vedtaket av 23. mai:

"I Høegh saken ble det forhold at Høegh-familien indirekte hadde kontrollert majoriteten av aksjene ved børsintroduksjonen og ved innføring av tilbudspliktregler i 1990 vektlagt. Videre var det ingen av de gjenværende aksjonærer som alene passerte tilbudspliktgrensen ved den interne overføringen. Tilsvarende vurderinger ble gjort i Wilhelmsen-saken (Vedtak og uttalelser 1996 s. 45-51), etter vphl. av 1985. I begge saker fremgår som premiss at interne overdragelser normalt utløser tilbudsplikt hvor én aksjonær passerer grensen. Børsstyret beskriver i Høegh-saken den innskrenkende tolkningen som en overgangsregel."

Børsen mener således at den utvidende tolkning som Høegh- og Wilhelmsen-sakene legger opp til, kun gjelder for grupper som har bestått fra før ikrafttredelse av reglene om tilbudsplikt. Børsen skriver at for konsoliderte grupper som ikke har bestått fra ikrafttredelsen av tilbudspliktreglene, vil unntaket i § 4-2 andre ledd derfor kun komme til anvendelse for interne overføringer som ikke medfører at "erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet". Ettersom Caiano som "erververen alene" passerer tilbudspliktgrensen, er unntaket i § 4-2 andre ledd etter børsens syn ikke anvendelig.

Børsen viser også til at Høeg-saken har vært kritisert i juridisk litteratur.

Bakgrunnen for at tilbudsplikt kan utløses ved interne overdragelser til tross for at det ofte ikke vil fremstå som et kontrollskifte, er ifølge børsen å forhindre at gruppeetablering gjøres til et smutthull for å unngå tilbudsplikt. Dette fordi konsolidering i seg selv ikke utløser tilbudsplikt. Det siteres i vedtaket av 23. mai fra Bergo, Børs og verdipapirrett (Oslo 2004) s. 256 hvor det heter:

"Det skjer tross alt også et kontrollskifte når en aksjonær overtar aksjene fra andre aksjonærer han har samarbeid med – han kontrollerer nå aksjene fullt ut i egenskap av eeneier og ikke lenger etter en aksjonæravtale av et visst innhold. Det samme gjelder i noen grad dersom en gruppe samarbeidende aksjonærer delvis oppløses ved at en aksjonær trer ut og overfører sine aksjer til de øvrige. Meningen med § 4-2 annet ledd er at tilbudsplikt skal inntre både dersom en enkeltaksjonær alene kommer over 40% som følge av interne overføringer, og dersom han sammen med de øvrige konsoliderte med unntak av "selgende aksjonær" kommer over grensen."

Børsen viser til at ved utdeling av aksjer fra In Ship, vil aksjeposten som overføres Caiano alene være på mer enn 40 % av selskapets aksjer. Disse vil Caiano få direkte innflytelse over. Fra å være en identifisert gruppe bestående av flere selskaper - In Ship, Caiano, D11 og D12 - medfører utdelingen en oppsplitting av gruppen. Fra å være en aksjepost som flere eiere har innflytelse over, vil utdeling medføre en endring av denne innflytelsen. Dette til tross for at Caiano gjennom sin innflytelse i In Ship i praksis har hatt kontroll med In Ships Wilson aksjer.

Støtte for at tilbudsplikt aktualiseres i en slik situasjon finnes ifølge børsen i NOU 1996:2 pkt. 9.3.8.4 hvor det fremkommer:

"I motsatt fall ville en eller flere aksjonærer eksempelvis kunne inngå samarbeidsavtale om bruk av aksjonærrettigheter. Dersom det ikke foretas noe erverv i denne forbindelse, og tilbudsplikt ikke utløses, vil en av de konsoliderte aksjonærene deretter kunne overta majoriteten av gruppens aksjer, og samarbeidet kunne oppløses. Dersom majoriteten av gruppens aksjer overstiger 40 pst. av stemmene i selskapet, vil tilbudspliktreglene dermed ikke komme til anvendelse med mindre det interne ervervet eller selve oppløsningen av samarbeidet utløser tilbudsplikt. Utvalget legger til grunn at det i praksis ikke er håndterlig å pålegge tilbudsplikt ved opphør av samarbeid, idet opphøret fullt ut vil avhenge av beslutning hos de aktuelle aksjonærene."

Børsen viser dessuten til børsens "Vedtak og uttalelser" 2000 s. 83-87 (Borgestadvedtaket) hvor børsen ga uttrykk for følgende knyttet til spørsmålet om et eksternt erverv ville utløse tilbudsplikt selv om gruppen hadde vært over 40 % siden børsintroduksjonen:

"Spørsmålet er om unntaket nevnt i § 4-6 andre ledd nr. 1 medfører at det heller ikke oppstår tilbudsplikt etter hovedregelen for den av de konsoliderte parter som alene blir eier av aksjer som representerer mer enn 40% av stemmene i et børsnotert selskap.

Ordlyden i vphl. § 4-6 annet ledd (Første ledd gjelder ikke.....) gir ikke unntak fra hovedregelen om tilbudsplikt i vphl. § 4-1, kun fra bestemmelsen om etterfølgende erverv i vphl. § 4-6 første ledd, og det er heller intet som tyder på at det har vært meningen å gjøre unntak fra vphl. § 4-1. Det er på det rene at vphl. § 4-6 første ledd utvider det saklige anvendelsesområdet for tilbudspliktsreglene i forhold til vphl. § 4-1. Det gir mening at vphl. § 4-6 annet ledd begrenser rekkevidden av utvidelsen i første ledd uten at den samtidig skal innebære noen begrensninger i forhold til hovedregelen i vphl. § 4-1.

I lovens forarbeider er det understreket i NOU 1996:2 punkt 9.3.8.3 første avsnitt at "erverv som medfører at én i den konsoliderte gruppen alene kommer over 40 pst., vil utløse tilbudsplikt etter lovens hovedregel. Dette gjelder uavhengig av om den konsoliderte gruppens totale aksjeinnehav endres." Det er ikke tatt noe forbehold her i forhold til de situasjoner som er omfattet av vphl. § 4-6 annet ledd."

Ifølge børsen ble det i Borgestad-vedtaket også funnet støtte for et slikt syn i Wilhelmsen-saken som riktignok omhandlet forståelsen av tilbudspliktreglene etter verdipapirhandeloven av 1985. I Høegh-saken var ikke spørsmålet direkte omhandlet ettersom ingen i den konsoliderte gruppen alene oversteg 40 % grensen ved det interne ervervet.

Børsen mener det ikke er grunnlag for å fravike lovens hovedregel som tydelig er beskrevet i forarbeidene og prinsippet i Borgestad-vedtaket der én person overskrider tilbudspliktgrensen alene. Dette selv om vedkommende inngikk i en konsolidert gruppe som til sammen hadde over 40% av aksjene ved børsintroduksjonen. Om ervervet skjer ved et eksternt eller internt erverv, spiller ifølge børsen ikke i selv noen rolle ettersom unntakene fra tilbudsplikt etter vphl. § 4-1 må anses uttømmende regulert i vphl. § 4-2.

Det bemerkes videre fra børsens side at en tolkning slik Caiano har anført vil medføre en vesentlig uthuling av tilbudsplikten for aksjonærer som er del i en konsolidert gruppe med store aksjeposter ved opptak til børsnotering. Det vises til at overføringen i dette tilfellet innebærer en klar endring av majoritetsaksjonærens identitet ved at D11 og D12 ikke lenger er del av den kontrollerende interessen. At D11 og D12 som aksjonærer i Wilson anser overdragelsen som et kontrollskifte, tyder også på at en konsernintern overdragelse har elementer av kontrollskifte i seg.

Børsen finner også støtte for sitt syn i NOU 2005:17 om overtagelsestilbud (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper). Det vises til at reglene om tilbudsplikt ved interne overdragelser der er beskrevet (s. 25 nederst flg.), og at utvalget foreslår at børsen skal få myndighet til å gjøre unntak fra tilbudsplikten ved interne overdragelser etter en skjønsmessig vurdering. Ifølge børsen fremgår av dette at noen slik myndighet ikke foreligger i dag. Øvrige aksjonærer har da en berettiget forventning om å få en mulighet til å selge seg ut av selskapet også ved overdragelser internt i konsoliderte grupper.

4.4 Saksbehandlingsfeil

Klager har anført at det er en saksbehandlingsfeil når børsen ikke har nevnt sin tidligere uttalelse av 19. desember 2001, inntatt i "Vedtak og uttalelser" for 2001 s. 87, og avgjort saken i samsvar med denne. I sin nye behandling av Wilsonsaken den 23. juni, sier børsen om dette at uttalelsen av 19. desember 2001 ikke finnes relevant for nærværende sak. Den tidligere saken dreide seg om etterfølgende erverv i relasjon til en aksjonær som allerede alene eide over 40 %. Dessuten medførte ervervet en direkte utvanning for vedkommende, som ledd i en større transaksjon i det børsnoterte selskapet for å slå sammen to aksjeklasser. Tilsvarende synspunkter gjør seg, etter børsens mening, ikke gjeldende ved overføringer mellom to selvstendige rettssubjekter som er konsolidert, men som ikke kan anses identifisert etter de prinsipper børsen har lagt til grunn i sine vurderinger inntatt i "Vedtak og uttalelser" 1999 s. 68 og 2004 s. 132.

5 Klagers anførsler

Den faktiske beskrivelsen som ligger til grunn for og er gjengitt i vedtaket bestrides ikke av Caiano.

Imidlertid anføres at børsen har lagt en uriktig lovanvendelse til grunn når Caiano blir ilagt tilbudsplikt. Det må etter selskapets syn også ansees som en saksbehandlingsfeil når børsen i sitt vedtak ikke har drøftet sin uttalelse av 19.12.01. Klager bemerker for øvrig at sakens faktum er helt spesielt og skiller seg klart fra tidligere saker der tilbudsplikt er ilagt. Et vedtak i Caianos favør vil derfor etter klagers syn ikke medføre noen fare for at det åpnes for utilsiktede omgåelser av tilbudspliktreglene.

5.1 Vphl § 4-1 og reelle hensyn

I relasjon til påstanden om uriktig lovanvendelse anføres prinsipalt at de hensyn som begrunner reglene om tilbudsplikt ikke gjør seg gjeldende i denne saken, og at vphl. § 4-1 derfor må fortolkes innskrenkende i samsvar med børsens praksis.

Det foretas i klagen en gjennomgang av de formål som tilbudspliktreglene skal ivareta. Selskapet uttaler i denne forbindelse blant annet:

"Et av hovedhensynene bak reglene om tilbudsplikt er å søke å forhindre at minoritetsaksjonærene i et overtatt selskap skal lide et tap som følge av selskapsovertakelse, i dette tilfelle som følge av at Caiano får overført 43,78% av aksjene i Wilson fra InShip. Dette hensynet innebærer bl.a. at samtlige aksjonærer skal sikres en andel av den kontrollpremie som normalt betales for en kontrollerende aksjepost. I dette tilfellet er det imidlertid ikke betalt noen kontrollpremie som andre aksjonærer kan få del i da aksjene er utdelt som utbytte i In Ship. Det ble altså ikke ytet noe vederlag for aksjene. I den grad det er naturlig å tale om en kontrollpremie i herværende sak, må denne sies å ha ligget hos Caiano helt siden før børsnoteringen av Wilson."

Og:

"Tilbudspliktreglene skal også ivareta hensynet til likebehandling av alle aksjonærer. I den aktuelle sak foreligger det ikke noe som tilsier at ikke alle aksjonærer er behandlet likt da det kun har funnet sted en reorganisering av de aktuelle 47,23% av aksjene uten noen endring i eierkontrollen for disse. Det er ikke foretatt erverv der en eller flere aksjonærer har fått et tilbud som de øvrige ikke har fått.

Likeledes er det heller ingen grunn til å tro at de øvrige aksjonærer vil få redusert sin innflytelse som følge av transaksjonen eller at likviditeten i aksjen vil bli svekket. Tvert imot vil selskapet få en åpnere aksjonærstruktur samtidig som det er grunn til å tro at reduksjonen i majoritetsaksjonærens aksjeinnehav vil kunne føre til øket likviditet i aksjen. Det er i hvert fall ingen grunn til å tro at likviditeten vil bli redusert og slik sett vil et vesentlig formål bak tilbudspliktreglene ikke gjøre seg gjeldende i herværende tilfelle. "

Videre drøftes betydningen i den foreliggende sak av hva klager omtaler som kontrollhensynet. Det påpekes at Caianos kontroll ikke øker, men tvert imot reduseres fra 68,45 % og kvalifisert majoritet, til 47,23 %. I tidligere tilfeller hvor det er blitt ilagt tilbudsplikt, har det skjedd et skifte av kontroll, mens det her ikke har skjedd noen slik endring av kontrollen internt i den konsoliderte gruppen.

Klager er ikke enig i at det "vil kunne åpne for en omgåelsesmulighet av tilbudspliktreglene" hvis man her ikke pålegger tilbudsplikt. Reglene om tilbudsplikt skal primært beskytte minoritetsaksjonærene når en aksjonær får en stor kontroll over selskapet. Her har Caiano i realiteten hatt full kontroll med forvaltningen av Wilsonaksjene, og reduserer sin kontroll, riktignok til at aksjeinnehavet fremdeles er høyere enn grensen for tilbudsplikt, men uten at denne endringen har medført de uheldige konsekvenser for minoritetsaksjonærene som normalt tilsier at de kan ha behov for å komme seg ut av selskapet. Rettslig sett innebærer nemlig den aktuelle transaksjonen at Caiano mister aksjerettslig kontroll over Wilson, og Wilson inngår ikke lenger i Caianokonsernet. Det fremstår da som meningsløst å pålegge tilbudsplikt.

Caiano viser til en uttalelse fra børsen 19. desember 2001 (Vedtak og uttalelser 2001 s. 88 flg.) hvor børsen ifølge selskapet har lagt de nevnte hensyn til grunn for en innskrenkende fortolkning av vphl. § 4-1. Det uttales i denne forbindelse:

"I Børsens uttalelse datert 19.12.01 (Vedtak og Uttalelser 2001 s. 88 flg.) gjaldt spørsmålet om det ble utløst tilbudsplikt i et tilfelle der en aksjonær før transaksjonen (emisjonen) eide 58,5% av de stemmeberettigede A-aksjene og 46,8% av de stemmerettsløse B-aksjene mens han etter transaksjonen ville bli eier av ca. 53-54% av det totale antall aksjer. I forbindelse med transaksjonen ville A-aksjene bli innløst slik at det kun ble en aksjeklasse i selskapet. Reelt sett ville således den aktuelle aksjonær få redusert sin innflytelse i selskapet fra 58,5% til ca. 53-54%. I forbindelse med fortolkningen av ervervsbegrepet i vphl. § 4-6, ble det bl.a. uttalt følgende:

"Når det gjelder formålet bak tilbudspliktsregelen i § 4-1 heter det i NOU 1996:2 s.105:

"Formålet bak de regler vi har i dag er i første rekke hensynet til aksjonærene i et målselskap. Ved kontrollskifte i et børsnotert selskap bør minoritetsaksjonærene gis en mulighet til å trekke seg ut av selskapet. Dette både av hensyn til de endringer et slikt kontrollskifte medfører for de øvrige aksjonærenes innflytelse i selskapet, men også av hensyn til den svekkelse av aksjenes likviditet det kan medføre at en betydelig andel av aksjene besittes av én aksjonær."

Formålet slik det her er angitt er relevant også for forståelsen av § 4-6 i den aktuelle sak, fordi formålet tilsier at det aktuelle erverv medfører økt innflytelse for erververen. I denne saken medfører ikke ervervet økt innflytelse, snarere tvert om. Y's andel av de stemmeberettigede aksjene reduseres fra 58,5 % til 53-54 %.

Når det gjelder § 4-6 spesielt heter det i NOU 1996:2 på s. 113:

"Utvalget legger imidlertid avgjørende vekt på at det allerede har skjedd et kontrollskifte i selskapet. Det etterfølgende ervervet kan anses å bekrefte aksjonærens ønske om kontroll og konsoliderer stillingen, uavhengig av om tilbudspliktsgrensen er overskredet ved en ervervs måte som ikke utløser tilbudsplikt. De øvrige aksjonærene bør derfor gis anledning til å få sine aksjer solgt. Tilbudsplikt ved etterfølgende erverv bør etter utvalgets syn utløse tilbudsplikt uavhengig av omfanget av ervervet."

Det fremgår her at man ønsker å ramme ethvert etterfølgende erverv, uavhengig av størrelse. Det er derfor ikke nødvendig med et reelt kontrollskifte som følge av ervervet for å bli rammet av tilbudsplikten etter § 4-6.

Lovgiver synes imidlertid å legge til grunn at "erverv" etter § 4-6 innebærer at erververens kontroll økes, selv om bestemmelsen er ment å ramme enhver (liten) økning. Forarbeidene gir imidlertid ikke noen klar løsning på dette.

I et tilfelle som det foreliggende hvor Y's kontroll reduseres fra 58,5 % til 53-54 %, vil imidlertid hensynet til de øvrige aksjonærene, ikke gjøre seg gjeldende. Erververen bekrefter i dette tilfelle ikke et ønske om å kontroll, snarere lar han sin eierandel utvannes og reduserer sin kontroll.

Oslo Børs kan heller ikke se at det foreligger andre grunner til at minoritetsaksjonærene i det foreliggende tilfellet har behov for beskyttelse mot Y.

Videre tilsier hensyn til sammenheng og helhet i regelverket etter børsens oppfatning, at det foreliggende tilfelle ikke rammes av etterfølgende tilbudsplikt jf § 4-6."

Uttalelsen gjaldt direkte vphl. § 4-6, men må gjelde tilsvarende for § 4-1."

Klager viser til at børsen i sitt vedtak vedrørende Wilsonaksjene har lagt til grunn at Caiano gjennom A-aksjene i In Ship i realiteten hadde full kontroll med forvaltningen av Wilsonaksjene. Klager har på denne bakgrunn vanskelig for å slutte seg til børsen vurdering av at det ikke kan foretas identifikasjon mellom Caiano og In Ship som følge av at D11/D12 etter aksjonæravtalen hadde rett til å utpeke et styremedlem i både In Ship og Wilson og at det dermed åpenbart var ulike eierinteresser i hhv. Caiano og In Ship. Etter klagers oppfatning må det sentrale bak reglene om identifikasjon være hvorvidt den faktiske eierkontroll er samlet på en hånd og om den aktuelle transaksjon vil kunne endre noe på dette.

Videre uttales det i klagen:

"Børsen bemerker, første avsnitt s. 4, at D11/12, gjennom sin rett til å utpeke styremedlemmer både i Wilson og InShip, "rent faktisk (vil) ha en viss innflytelse over Wilsonaksjene" og synes å ha tillagt dette vekt. Det synes her som om Børsen likestiller "innflytelse" med "kontroll". Det må imidlertid være klart uholdbart å likestille disse begrepene. Rettslig sett er det uten betydning om en person eller selskap har "innflytelse" på et annet forhold til vphl. § 4-1. Poenget er kontroll som er det begrep loven og forarbeidene bruker som det relevante begrep.

På vegne av D11/D12 har det blitt anført at hele den økonomiske egenkapitalinteresse må tillegges B-kapitalen. Caiano mener for det første at dette er en uriktig fremstilling av forholdet, men vil uansett hevde at børsen i sin vurdering må ta stilling til de forhold som forelå på tidspunktet for utdelingen. Alle andre forhold vil basere seg på antagelser om hva som eventuelt ville kunne skje i fremtiden, og blir dermed umulige å forholde seg til.

Uansett kan vi ikke se at dette har noen reell betydning på den kontroll Caiano har og har hatt i Wilson gjennom In Ship. Caiano ville også, kun basert på B-kapitalen, hatt fullstendig kontroll over alle aktuelle beslutninger, herunder full kontroll over hvordan In Ship utøver sitt eierskap i Wilson. Innløsning av A-kapitalen ville således ikke ha endret på hvilke beslutninger Caiano på egenhånd kunne ha vedtatt etter aksjeloven, heller ikke i forhold til de beslutninger som faller inn under bestemmelsene i aksjeloven §§ 5-18 til 5-20. For øvrig mener vi at Caianos adgang til å beslutte en utdeling mot D11 /D12's stemme, ytterligere viser at det er Caiano som kontrollerer Wilsonaksjene fullt ut. Vi mener således at det er uten betydning om hele den økonomiske egenkapitalinteresse må anses å være knyttet til B-kapitalen, da den formelle og reelle kontroll uansett ville ligget hos Caiano. En utdeling av Wilsonaksjene vil dermed etter vårt syn ikke være en oppløsning av et samarbeid som har hatt betydning for kontrollen over Wilsonaksjene."

Et annet hensyn som drøftes av klager i relasjon til tilbudspliktreglene er hensynet til å motvirke "useriøse" selskapsovertagelser. Det uttales i denne forbindelse:

"Caiano har redusert sin eierandel og har ikke til intensjon å overta selskapet. Caiano har imidlertid siden børsnoteringen sagt at Wilson skal være et eierstyrt selskap og har derfor ikke ønske om å selge seg ned til under 40%. Dette betyr likevel ikke at Caiano har til intensjon å ha en høyere eierandel enn det som er nødvendig for å ha kontroll over selskapet. "

Videre trekkes frem hensynet til å sikre gjenværende aksjonærer en mulighet til å trekke seg ut av selskapet etter en transaksjon som medfører svekket innflytelse. Det vises i denne forbindelse til at samtlige aksjonærer i Wilson har kjøpt aksjer i selskapet mens det har vært en majoritetseier i Wilson. At denne majoriteten reduseres er derfor etter Caianos syn ikke et forhold som tilsier at det bør ilegges tilbudsplikt. Den aktuelle transaksjonen tilsier ikke at øvrige aksjonærer vil få svekket innflytelse.

Hensynet til å hindre omgåelse av reglene om tilbudsplikt er ifølge klager også relevant. I denne forbindelse vises til at børsen i sin begrunnelse har uttalt at den "har ingen grunn til å tro at utdelingen av aksjer fra In Ship i realiteten er et arrangement for kontrollskifte".

Oppsummeringsvis uttaler klager under henvisning til det ovenstående at de forhold som begrunner reglene om tilbudsplikt ikke foreligger i herværende sak, at saken skiller seg klart fra tidligere saker der tilbudsplikt har vært ilagt, og at børsen således har tatt feil når den har kommet til at det ikke er grunnlag for å tolke vphl. § 4-1 innskrenkende i denne saken. Videre uttales at det er en klar svakhet i børsens avgjørelse at børsens uttalelse fra 19. desember 2001 ikke engang er drøftet. Dette må etter klagers oppfatning føre til oppheving av børsen vedtak.

5.2 Unntaket i vphl § 4-2 annet ledd

Caiano anfører subsidiært at unntaket i vphl. § 4-2, annet ledd må komme til anvendelse. Det uttales i denne forbindelse:

"Som i Høegh-saken (Vedtak og uttalelser 1998 s. 72-78), må det vektlegges at Caiano allerede ved børsnoteringen kontrollerte 65% av Wilson gjennom sitt eierskap i InShip. Etter vår vurdering skiller herværende sak seg fra tidligere saker ved at den interne overføringen verken faktisk eller rettslig endrer på hvem som sitter på kontrollen. Eierkontrollen for de aktuelle 43,78% (aksjene i Wilson som ble utdelt som utbytte til Caiano) blir etter vår vurdering således uberørt av transaksjonen.

Fra Børsens side er det anført at verken i Høegh-saken (Vedtak og uttalelser 1998 s. 72-78) eller i Wilhelmsen-saken (Vedtak og uttalelser 1996 s. 45-51) var det en enkelt aksjonær som alene passerte tilbudspliktsgrensen ved den interne overføringen. Etter det vi kjenner til stemmer ikke dette for så vidt gjelder Wilhelmsen-saken der en i den konsoliderte gruppen, Morten W. Wilhelmsen, ble eier av 51% av aksjene. Hva gjelder Høegh-saken, var det slik at flere i samme konsoliderte gruppe ble eiere av et antall aksjer som samlet passerte tilbudsgrensen etter den interne overføringen. I begge disse tilfeller skulle det derfor som utgangspunkt ha vært tilbudsplikt. I begge saker ble det imidlertid gjort unntak og dette tilsier derfor at hvorvidt tilbudspliktsgrensen ved intern overføring passerer av en aksjonær eller flere aksjonærer i fellesskap ikke kan tillegges avgjørende betydning så lenge den reelle eierkontroll forblir uendret."

Sistnevnte medfører ifølge klager også at uttalelsen i NOU 1996: 2 pkt 9.3.8 som er nevnt av børsen som et argument for tilbudsplikt, ikke er relevant i den foreliggende sak. Denne sikter til tilfeller hvor det skjer et internt kontrollskifte i den konsoliderte gruppen, ikke som i det foreliggende tilfelle en intern overføring hos den kontrollerende enhet.

5.3 Vphl § 4-6 annet ledd

Klager mener også at denne bestemmelsen må gi unntak fra vphl § 4-1 og anfører at børsens vurdering av vphl. § 4-6, annet ledd er feil når børsen ikke har lagt vekt på at Caianos eierandel som følge av den aktuelle transaksjon faktisk har blitt redusert og ikke økt. Det vises i denne forbindelse til børsens uttalelse av 19. desember 2001 som er nevnt over, der børsen basert på en konkret vurdering konkluderte med at det ikke forelå tilbudsplikt nettopp fordi den aktuelle aksjonærs relative eierandel i selskapet ble redusert. Etter klagers vurdering må de samme hensyn gjøre seg gjeldende i herværende tilfelle.

Videre vises til at den foretatte utdeling av Wilsonaksjene rent teknisk kunne ha vært gjennomført i forkant av børsnoteringen, noe som ville ha medført at Caiano uten tvil ville ha vært omfattet av unntaket i vphl. § 4-6, 2. ledd, nr. 2.

Ifølge klager innebærer det som her er sagt at de øvrige aksjonærer neppe kan ha noen berettiget forventning om å få selge seg ut/tilbudsplikt som følge av den foretatte utdeling av Wilsonaksjer. Konklusjonen må derfor være at vphl. § 4-6, annet ledd kommer til anvendelse på forholdet.

I klagen knyttes også enkelte kommentarer til forholdet mellom aksjonærene i In Ship:

”Forholdet mellom Caiano og D11/D12 er regulert gjennom diverse aksjonæravtaler, og det er regulert at felles eierskap i bl.a. Wilson skal splittes. Det skal imidlertid ikke legges skjul på at det eksisterer et motsetningsforhold mellom partene, og partene har ikke vært enige om hvordan splitten skal skje. D11/D12’s innspill til børsen må ses i lys av dette. Det er imidlertid Caianos oppfatning at D11/D12 står i en helt annen stilling enn øvrige aksjonærer. Dette viser seg bl.a. ved at D11/D12 kunne ha oppnådd det samme som de eventuelt vil kunne oppnå gjennom et pliktig tilbud, ved å inngå en avtale direkte med Caiano om for eksempel salg av sine aksjer i InShip (Caiano ga i forbindelse med nedsalget i Wilson et tilbud på aksjene i InShip som var basert på forventet børskurs for Wilson). Dette har D11/D12 ikke ønsket å gjøre.”

Dette forholdet omtales også i klagers brev av 20. juni til Børsklagenemnden hvor tilsvar fra D11 og D12 av 6. juni er kommentert. Her bestrider klager blant annet Djuvas uttalelser vedrørende avtalen mellom aksjonærene i Wilson på følgende måte:

”Det bestrides at aksjonæravtalen mellom Caiano og Djuva vedrørende InShip inneholder bestemmelser som innebærer at aksjene i Wilson ASA ("Wilson") enten måtte selges i en åpen salgsprosess eller at en av partene ville overta aksjene i Wilson gjennom en lukket budprosess i In Ship og at Caianos kontroll over Wilsonaksjene således var av midlertidig karakter. Etter Caianos vurdering åpner aksjonæravtalen for en rekke ulike løsninger mht realisasjon og fordeling av verdiene i In Ship, herunder den foretatte utdeling av Wilsonaksjene som utbytte. Det må imidlertid konstateres at partene er sterkt uenige i hva aksjonæravtalen bestemmer på dette punkt og er noe som eventuelt må fastsettes gjennom en rettslig behandling. Dette understreker imidlertid at Børsklagenemnda i sin avgjørelse, i den utstrekning Børsklagenemnda måtte finne aksjonæravtalens bestemmelser relevante, må legge til grunn de rettslige og faktiske eierforhold på utdelingstidspunktet (10. mai 2006) og ikke se hen til hva som eventuelt kan bli utfallet av en eventuell rettssak. (...)

Når det gjelder Caianos motiver, kan vi heller ikke se at dette har relevans for saken. Det er imidlertid et faktum at Caiano helt fra børsnoteringen og frem til utbytteutdelingen både faktisk og rettslig kontrollerte In Ships Wilsonaksjer og at den aktuelle aksjepost i Wilson således hele tiden har vært og fortsatt er kontrollert av Caiano.”

6 Innlegg fra D11 / D12

Advokat Thyness har på vegne av D11 og D12 gitt kommentarer til klagen i brev av 12. juni 2006 hvor det bes om at Børsklagenemnden stadfester børsens vedtak. I nevnte brev gir disse selskapene sin tilslutning til den begrunnelse som er gitt av Oslo Børs. For egen del ønsker selskapene kun å peke på det som etter deres vurdering er sakens kjerne.

For det første vises til at det følger direkte av ordlyden i vphl § 4-1 første ledd at det erverv som har funnet sted utløser tilbudsplikt for Caiano. Dette bekreftes ifølge advokat

Thyness av så vel ordlyden i unntaksbestemmelsen i § 4-2 annet ledd som forarbeidene. Det heter i tilsvaret fra D11 og D12 "uansett syn på Caianos rettspolitiske argumentasjon må det ifølge tilsvaret fra D11 og D12 være hevet over enhver tvil at reelle hensyn ikke kan sette til side en løsning som følger av så vel lovens ordlyd som reelle hensyn".

Videre knyttes enkelte kommentarer til bakgrunnen for og formålet med Caianos erverv. Det vises til at Caiano og Djuva 11 og 12 er parter i en aksjonæravtale som innebærer at aksjonærfellesskapet i In Ship skal oppløses gjennom en "lukket auksjon". Den lukkede auksjonen ville ifølge advokat Thyness gå ut på at den part som er villig til å betale den høyeste pris pr. aksje til den annen part, ville overta samtlige aksjer i In Ship. Det følger ifølge Thyness av dette at Caianos kontroll over In Ships Wilsonaksjer var av midlertidig karakter og det anføres at Caiano har hatt et sterkt ønske om å konvertere den midlertidige og begrensede kontroll som selskapet hadde i Wilson gjennom sin majoritetsposisjon i In Ship til en permanent og ubegrenset kontroll uten påhefte av noen minoritetsrettigheter for Djuva 11 og 12 eller andre. Caiano har dermed ikke ønsket å gi minoritetsaksjonærene noe exit i denne sammenheng og har derfor utformet opplegget med utdeling av In Ships Wilsonaksjer som utbytte, et opplegg som er ment å omgå aksjonæravtalen og reglene om tilbudsplikt.

Når det gjelder Caianos anførsel om innskrenkende fortolkning av vphl. § 4-1 på bakgrunn av reelle hensyn vises til at det ikke er holdbar jus å sette loven til side på grunn av reelle hensyn. Videre vises til at Caianos argumentasjon i denne sammenheng er basert på en forutsetning om at tilbudsplikt bare er ment å skulle inntre hvor det finner sted ett kontrollskifte. Dette har ifølge advokat Thyness ikke vært lovgivers hensikt. Det uttales at lovgiver klart har prioritert å gi "firkantede" regler om for eksempel en spesifikk prosentvis tilbudspliktgrense, og lovgiver har bl.a. i forbindelse med erverv innen konsoliderte grupper lagt større vekt på å hindre omgåelser enn på å "beskytte" mot tilbudsplikt i tilfeller hvor det ikke finner sted noe kontrollskifte. Videre bemerkes at det i den aktuelle sak gjennom utbytteutdelingen finner sted en betydelig reell endring av eiersituasjonen i Wilson. Det vises i denne forbindelse til at Caiano var klar over at Oslo Børs ville kunne pålegge dem tilbudsplikt og at Djuva 11 og 12 var imot transaksjonen. De ville derfor neppe gjennomført transaksjonen på samme måte dersom den ikke medførte en betydelig endring av tingenes tilstand.

Avslutningsvis kommenteres Caianos argumentasjon mot tilbudsplikt på bakgrunn av tidligere avgjørelser fra Oslo Børs. For det første vises til at forvaltningspraksis ikke kan sette til side en løsning som fremgår klart av loven slik tilfelle er i den foreliggende sak. Videre vises til at Høyesteretts praksis viser at selv om lovens løsning skulle være mindre klar, forutsettes lang og konsistent forvaltningspraksis for å fravike det som ellers følger av den mest naturlige lovfortolkning. Ytterligere bemerkes at den praksis som Caiano viser til ikke gjelder tilsvarende situasjoner som den foreliggende.

7 Børsklagenemndens merknader

Saken gjelder spørsmålet om tilbudsplikten etter vphl § 4-1 skal gjelde i et tilfelle som dette, hvor Caiano pga eiersituasjonen i In Ship faktisk har hatt kontroll over aksjeposten i Wilson før de ervervet det direkte eierskap til mer enn 40 % av aksjene i Wilson.

Børsklagenemnden vil først slå fast at det ikke kan ses som en saksbehandlingsfeil som har noen betydning for saken at børsen i sitt første vedtak unnlot å drøfte sin egen uttalelse fra 19. desember 2001.

Klager har gjennom utdelingen av aksjene fra In Ship øket sitt direkte eierskap av aksjer i Wilson fra 3,45 % til 47,23 %, og det er ikke tvil om at vphl. § 4-1 etter sin ordlyd dekker forholdet.

Børsen har i tidligere saker tolket bestemmelsen i vphl. § 4-1 innskrenkende der det har foregått transaksjoner mellom 100 % eide datter- eller morselskaper, ut fra det syn at

det har dreid seg om omorganiseringer innenfor samme eierinteresse. Selv om Caiano og In Ship må anses som nærstående og dermed er konsolidert etter vphl. § 4-5 jf. § 1-4 nr 4, er ikke det ensbetydende med at det skal foretas identifikasjon i relasjon til § 4-1. Her har Wilsonaksjene vært eiet av et selskap med flere aksjonærer med forskjellige interesser, og hvor minoritetsaksjonærene D11 og D12 har beskyttelse gjennom loven og er gitt visse rettigheter gjennom en aksjonæravtale. Minoritetsaksjonærene i In Ship motsatte seg også utdelingen av Wilsonaksjene som utbytte. Dette er illustrerende for følgene av utdelingen. Fra å være en identifisert gruppe bestående av flere selskaper - In Ship, Caiano, D11 og D12 - medfører utdelingen en oppsplitting av gruppen. Fra å være en aksjepost som flere eiere har innflytelse over, vil utdeling medføre en endring av denne innflytelsen. Dette til tross for at Caiano gjennom sin innflytelse i In Ship i praksis har hatt kontroll med In Ships Wilson aksjer.

Børsklagenemnden er enig med børsen i at det i dette tilfelle ikke foreligger grunnlag for identifikasjon på samme måte som i de tidligere saker, og viser til børsens argumentasjon.

Det har ved utdelingen skjedd en endring i eierskapet til Wilsonaksjene, ved at Caiano har økt sitt direkte eierskap, og de reelle hensyn som påberopes av Caiano kan ikke være avgjørende. Ordlyden i § 4-1 er klar, og det foreligger ikke praksis for at bestemmelsen skal settes til side i et tilfelle som dette.

Børsklagenemnden er videre enig med børsen i at unntaket i vphl. § 4-2 annet ledd ikke kommer til anvendelse. I Høegh og Wilhelmsen-sakene som er referert foran, gjaldt det grupper som hadde eksistert fra før ikrafttredelsen av reglene om tilbudsplikt. For konsoliderte grupper som ikke har bestått fra før ikrafttredelsen av disse reglene, er unntaket etter § 4-2 annet ledd avhengig av at erververen ikke passerer tilbudsgrensen som følge av ervervet. Her passerer Caiano nettopp grensen på 40 %, og bestemmelsen får dermed ikke virkning.

Når det gjelder regelen i § 4-6 annet ledd nr. 2, er Børsklagenemnden av den oppfatning at den utelukkende gjelder som unntak fra hovedregelen i § 4-6 første ledd om tilbudsplikt for gruppe som eier mer enn 40 % av aksjene. Det er dessuten heller ikke i dette tilfelle snakk om et "etterfølgende" erverv, som er det bestemmelsen i § 4-6 regulerer.

Børsklagenemnden fattet etter dette slikt enstemmig vedtak:

Børsklagenemndens vedtak:

Oslo Børs' vedtak av 23. mai 2006 om at Caiano AS pålegges å fremsette pliktig tilbud til de øvrige aksjonærer i Wilson ASA etter reglene i vphl. kap. 4 eller foreta nedsalg i samsvar med vphl. § 4-1 første ledd annet punktum jf. vphl. § 4-9 opprettholdes, med den endring at fristen settes til innen fire uker fra 7. juli 2006.

6.1.2 Wilson ASA – Tilbudspris ved erverv uten vederlag (Børsklagenemndens sak 5/2006)

Avgjørelse 24. august 2006 av klage fra Djuva 11 AS (Djuva, selskapet, klager) over børsens vedtak 1. august 2006 om å godkjenne pliktig tilbud fra Caiano AS (Caiano) på aksjene i Wilson ASA (Wilson).

1 Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Oslo Børs godkjente i brev 1. august 2006 tilbud og tilbudsdokument i forbindelse med fremsettelse av pliktig tilbud om erverv av samtlige aksjer i Wilson ASA, jf.

verdipapirhandelloven § 4-14. Partene hadde forut for fremsettelsen av tilbudet hatt kontakt med børsen om prisfastsettelsen.

Djuva har ved Advokatfirmaet Wiersholm, Mellbye & Bech påklaget børsens vedtak om å godkjenne prisen på tilbudet. Det anføres at børsens vedtak er basert på feil rettsanvendelse. Børsklagenemnden anmodes om å oppheve Oslo Børs' vedtak om å godkjenne prisen på NOK 20,33 pr. aksje under det pliktige tilbudet, samt å instruere Oslo Børs om ikke å godkjenne et revidert tilbud med mindre tilbudsprisen etter børsens skjønn reflekterer Wilson ASAs virkelige verdi slik denne ville ha kommet til uttrykk gjennom den likevektspris som ville ha blitt etablert i markedet i en oppkjøpssituasjon. For det tilfelle at nemnden skulle komme til at anførselen om feil rettsanvendelse ikke skulle føre frem har Djuva ikke påklaget den konkrete beregningen av tilbudsprisen. Dette spørsmålet er derfor ikke behandlet i det følgende. Klagen er rettidig fremsatt.

Caiano ved Advokatfirmaet Simonsen har gitt kommentarer til klagen i brev av 8. august 2006.

Børsen har i vedtak av 10. august 2006 besluttet å opprettholde sitt vedtak av 1. august 2006 om å godkjenne tilbudet. Saken ble derfor i brev av samme dato oversendt Børsklagenemnden for behandling jf. børsforskriften § 26-3 første ledd og forvaltningsloven § 33.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 24. august 2006. Ved behandlingen og avgjørelsen deltok Bjørg Ven (leder), Norunn Dale Seland, Trygve Bergsåker, Bernt Zakariassen og Cathrine Hambro.

2 Kort om selskapene

Wilson ble børsnotert i mars 2005.

I generalforsamlingen i In Ship AS den 10. mai 2006 ble det besluttet å dele ut aksjene som dette selskapet eide i Wilson ASA til aksjonærene i In Ship AS. Disse aksjonærene var Caiano, Djuva 11 AS og Djuva 12 AS. Aksjene som ble mottatt av Djuva 12 AS er senere overført til Djuva 11 AS. Som følge av utdelingen ble Caiano eier av mer enn 40 % av aksjene i selskapet. Oslo Børs traff 23. mai 2006 vedtak om å pålegge Caiano å fremsette pliktig tilbud til aksjonærene i Wilson etter verdipapirhandelloven kapittel 4. Børsens vedtak ble påklaget til Børsklagenemnden som opprettholdt børsens vedtak i sin avgjørelse 7. juli 2006.

3 Børsens vedtak

Børsen viser i sine vedtak av 1. og 10. august 2006 til vphl. § 4-10 fjerde ledd. Der heter det at:

"Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Dersom det er klart at markedskursen, når tilbudsplikten inntreffer, er høyere enn den pris som følger av første punktum, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen".

Caiano har ikke ervervet eller avtalt å erverve aksjer i Wilson i seks månedersperioden før tilbudsplikten inntrådte. Børsen legger derfor til grunn at det ikke finnes en pris etter vphl. § 4-10 fjerde ledd første punktum.

Spørsmålet er etter dette ifølge børsen om markedskursalternativet i annet punktum får anvendelse, og hvis ikke, hvordan tilbudsprisen skal fastsettes.

Ordlyden i § 4-10 fjerde ledd annet punktum er ifølge børsen åpen i forhold til om markedskursalternativet i annet punktum får anvendelse når tilbyder ikke har betalt vederlag som nevnt i første punktum. Børsen uttaler i denne forbindelse:

"Når annet punktum viser til "den pris som følger av første punktum" kan det vise til et ordinært vederlag, men kan også dekke en situasjon hvor vederlaget er 0."

Ifølge børsen trekker forarbeidene i retning av at markedskursalternativet får anvendelse i disse tilfellene:

"Forarbeidene sier at annet punktum skal få anvendelse "i rene omgåelsestilfelle " feks "dersom tilbyder kjøper den siste posten til lavere kurs enn markedskurs og effekten er at det blir fastsatt en lavere tilbudspris eller der vedkommende aksjonær gis anledning til å kjøpe aksjer til gunstigere pris enn markedskursen på bakgrunn av f.eks vedkommendes ansettelsesforhold i selskapet", se NOU 1996:2 side 122. Videre vises til at tilsvarende kan oppstå der erverv er foretatt i form av opsjonsinnløsning. At bestemmelsen gir anvisning på at markedskursen skal gjelde i de tilfeller som er nevnt i forarbeidene hvor det er betalt et vederlag mellom 0 og markedskurs tilsier at tilsvarende må gjelde hvor det ikke er betalt noe direkte vederlag."

Børsen viser også til at bestemmelsen er forstått på samme måte av Bechmann, Bergo m fl i Verdipapirhandelloven med kommentarer, Oslo 1992, på side 335. Der legges til grunn at markedskursalternativet får anvendelse der tilbudsplikten utløses ved arv, gave eller skifte og det heller ikke betales vederlag.

Et annet forhold som fremheves av børsen er at en løsning, hvor tilbudsprisen i mangel av betalt vederlag kan fastsettes til markedskurs, "synes å være i samsvar med formålet med tilbudspliktreglene":

"Hovedhensynet bak tilbudspliktreglene er todelt; at minoritetsaksjonærene skal få mulighet til å trekke seg ut av et selskap hvor det har vært et kontrollskifte, og at dette skal kunne skje på like vilkår og til en pris ikke lavere enn det innehaver av kontrollposten har måtte erlegge for å oppnå kontroll i selskapet. Har innehaver av kontrollposten ikke betalt noen kontrollpremie for å oppnå kontroll, krever loven heller ikke at tilbudsprisen skal inneholde noen kontrollpremie. At oppnåelse av kontroll har skjedd på annen måte enn ved tradisjonelt erverv, kan derfor ikke medføre annet resultat. Det vises til NOU 1996:2, side 105:

"Ved kontrollskifte i et børsnotert selskap bør minoritetsaksjonærene gis en mulighet til å trekke seg ut av selskapet. Dette både av hensyn til de endringer et slikt kontrollskifte medfører for de øvrige aksjonærenes innflytelse i selskapet, men også av hensyn til den svekkelse av aksjenes likviditet det kan medføre at en betydelig andel av aksjene besittes av én aksjonær. Alle aksjonærer bør videre tilbys den samme mulighet og de samme betingelsene for å selge sine aksjer. I dette ligger også at det bør være regler som sikrer alle aksjonærene en andel i den høyere pris - såkalt kontrollpremie - den nye kontrollerende aksjonær ofte er villig til å betale for å kjøpe seg opp til en kontrollerende post."(vår understrekning).

Slik tilbudspliktregelen er konstruert ser man jevnlig at tilbudsplikt utløses uten at tilbyder har betalt noen kontrollpremie, og da til en tilbudspris som tilsvarer markedspris. Dette er bakgrunnen for at verdipapirmarkedsløutvalget har foreslått at tilbudsplikten utvides, se NOU 2005:17 side 35."

Dersom børsen skulle hatt anledning til å fastsette en tilbudspris basert på at den i tillegg til markedskurs skulle inneholde en kontrollpremie, ville det ifølge børsen kreve en uttrykkelig hjemmel.

Etter børsens syn tilsier også reelle hensyn at det ikke skal legges til grunn et annet prinsipp for beregning av tilbudsprisen avhengig av om det er foretatt kjøp i 6 måneders perioden eller ikke. En slik løsning vil ifølge børsen medføre at tilbyder "regulært vil sikre at det foretas kjøp forut for det kjøp som medfører at tilbudsplikten inntre for å sikre at tilbudsprisen ikke blir høyere enn markedsprisen".

Børsen kan ikke se at det er grunnlag for å kreve at tilbudsprisen skal settes lik en fiksert "virkelig verdi" dersom beregningen av denne verdien er høyere enn markedskurs. Å trekke paralleller til reglene om tvungen innløsning etter allmennaksjeloven er ifølge børsen lite relevant. Dette fordi det er andre hensyn som gjør seg gjeldene i forhold til allmennaksjeloven § 4-25 enn verdipapirhandelens tilbudspliktsregler. Allmennaksjeloven gjelder tvungen overtagelse av aksjonærens aksjer, mens verdipapirhandelloven gir en frivillig salgsrett.

4 Klagers anførsler

Klager anfører at børsen har lagt til grunn feil rettsanvendelse i sitt vedtak om å godkjenne tilbudet fra Caiano. Det anføres at tilbudsprisen skal fastsettes ved skjønn med sikte på å reflektere den likevekstpris som ville ha blitt etablert i en oppkjøpssituasjon.

Etter klagers oppfatning kommer vphl § 4-10 fjerde ledd annet punktum etter sin ordlyd ikke til anvendelse i den aktuelle situasjonen. Det uttales i denne forbindelse:

"Annet ledd kommer til anvendelse i situasjoner der "markedskursen når tilbudet inntre er høyere enn den pris som følger av første punktum". Første punktum bestemmer at "tilbudsprisen skal være minst like høy som den høyeste pris tilbyder har betalt eller avtalt i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte". Når tilbyder ikke har betalt eller avtalt noe observerbart vederlag i denne perioden, blir første punktum uten innhold. Det er da rett og slett ingen pris som følger av første punktum. Bestemmelsen kan da ikke anvendes, og det samme gjelder følgelig for annet punktum som forutsetter at første punktum kommer til anvendelse."

Også reelle hensyn taler ifølge klager for en løsning hvor unntaksbestemmelsen i § 4-10 annet ledd annet punktum ikke får anvendelse:

"I tilfeller der det foreligger ett eller flere relevante erverv mot vederlag, vil unntaksbestemmelsen i vphl § 4-10 fjerde ledd annet punktum forutsetningsvis normalt gi en lavere tilbudspris enn hovedregelen. Denne forutsetningens relevans understrekes av at unntaksregelen så vidt vites aldri er anvendt i praksis. Anvender man unntaksregelen som generell verdsettelsesnorm for de tilfeller der det ikke finnes noe relevant erverv mot vederlag, vil man derfor tilnærmet konsekvent få som resultat en lavere tilbudspris enn dersom forutsetningene for anvendelse av hovedregelen var oppfylt. Dette forhold viser at de bærende hensyn bak reglene om tilbudsplikt underbygger den løsning som følger av ordlyden.

Hvor den tilbudspliktige som i denne saken ikke har ervervet aksjer mot vederlag i løpet av de siste seks månedene før tilbudsplikten inntrådte, må kriteriene for fastsettelse av tilbudsprisen derfor søkes i andre kilder en lovens uttrykkelige regler."

Hvilken verdsettelsesnorm som skal legges til grunn hvor det ikke har funnet sted erverv de siste seks månedene før tilbudsplikten inntrådte, må ifølge klager løses ut fra andre rettskilder enn lovens ordlyd. Dette fremgår ikke klart av verken lovens forarbeider eller av juridisk litteratur.

Reelle hensyn tilsier etter klagers vurdering at tilbudsprisen skal gjenspeile aksjenes virkelige verdi. Det vises i denne forbindelse til at en viktig premiss for hovedregelen i § 4-10 fjerde ledd først punktum er at når tilbyderer kjøper seg opp i den aktuelle aksje, vil det fremkomme en likevektspris som reflekterer aktørenes verdsettelse av selskapet som helhet. Dette står i motsetning til likevektsprisen for mindre poster, som regelmessig vil være lavere som følge av såkalt minoritets- og likviditetsrabatt. Videre skriver klager følgende om verdsettelsesnormen for tilbudsprisen:

"Unntaksregelen i vphl § 4-10 fjerde ledd annet punktum tar sikte på å sikre at tilbudsprisen reflekterer likevektsprisen i oppkjøpssituasjonen også dersom tilbyderer skulle ha lyktes i å unngå å betale en pris som tilsvarer denne prisen. Unntaksregelen tar derfor sikte på å sikre at pliktige tilbud skal reflektere den reelle markedsprisen som etableres i oppkjøpssituasjonen.

Når det er tatt forbehold om at unntaksregelen forutsetter at det er "klart" at markedskursen er høyere enn den pris som følger av hovedregelen, er årsaken at på samme måte som tilbyderer kan tenkes å unngå å kjøpe aksjer i transaksjonen med transparent og reell markedsmessig prising, vil øvrige aksjonærer kunne tenkes å søke å bringe kursen kunstig opp for å øke tilbudsprisen. Av Kommentartutgaven til lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79 (2002) side 337-338 og NOU 1996:2 fremgår det således at markedskursen ikke kan legges til grunn dersom den er drevet opp gjennom kursmanipulasjon, dersom det ikke foreligger noe normalt fungerende marked for aksjen eller dersom omsetningene som gjøres, er basert på uriktige forutsetninger.

Analysen ovenfor viser at lovgivers overordnede formål har vært å gi regler som resulterer i at tilbudsprisen skal reflektere selskapets virkelige verdi slik den kommer til uttrykk gjennom den likevektspris som etableres i markedet i en oppkjøpssituasjon.

Dette synspunktet underbygges av verdipapirhandellovens formål, som ifølge § 1-1 er å legge til rette for "sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter". Med kriteriet effektiv, siktes ifølge forarbeidene til NOU 1996:2 til følgende:

"Et verdipapirmarked kan sies å fungere effektivt når prisene i markedet reflekterer den underliggende realøkonomiske verdi bak det enkelte verdipapir."

En tilbudskurs om ikke nettopp reflekterer selskapets fulle verdier, vil klart ikke oppfylle dette effektivitetskriteriet."

Den nærmere vurdering av selskapets virkelige verdi bør ifølge klager skje etter følgende kriterier:

"Målestokken for prisen i det pliktige tilbudet skal altså være selskapets virkelige verdi slik den ville ha kommet til uttrykk gjennom den likevektspris som ville ha blitt etablert i markedet i en oppkjøpssituasjon.

Et vesentlig forhold ved utøvelsen av dette skjønnet må være det forslag om deling av In Ship som Djuva gjennom vårt brev av 3. februar 2006 (som tidligere er oversendt børsen) fremsatte overfor Caiano før sistnevnte tvang igjennom utdelingen av Wilson-aksjene til tross for minoritetsaksjonærenes protester.

(...)

Et annet forhold som det vil være naturlig å se hen til ved utøvelsen av skjønnet er erfaringsbaserte premier ved oppkjøp av norske børsnoterte selskaper justert for de særskilte forhold som gjør seg gjeldende for Wilsons vedkommende.

(...)

Vi vil avslutningsvis understreke at reelle hensyn tilsier at tilsynsmyndighetene ikke legger seg på en "forsiktig" verdsettelse som grunnlag for fastsettelse av tilbudsprisen i situasjoner der denne ikke kan fastlegges etter lovens uttrykkelige regler om høyeste pris betalt av tilbyder i seks månedersperioden før tilbudsplikten inntreffer. Settes prisen for lavt, vil dette således medføre uopprettelig skade for de øvrige aksjonærer som normalt vil ha valget mellom å akseptere tilbudet og bli låst inne i et selskap med en kontrollerende aksjonær. Tilbyderen har på sin side ikke det samme behov for vern mot at tilbudsprisen blir satt for høyt. Således har tilbyderen frivillig satt seg i en tilbudspliktsituasjon, og tilbyderen kan dessuten bringe seg ut av tilbudspliktsituasjonen ved å selge seg ned under tilbudspliktsgrensen. Det er derfor større potensiell skade forbundet med risiko for at prisen blir satt for lavt enn med risiko for at prisen blir satt for høyt."

Selskapet oppsummer sitt syn på saken på følgende måte i klagen av 4. august 2006:

"Vphl § 4-10 annet ledd annet punktum er ingen utfyllende regel for det tilfelle at tilbudspris utløses uten at tilbyderen har ervervet aksjer mot vederlag i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntreffer. Bestemmelsen er ment å utvide vernet av minoritetsaksjonærene i oppkjøpssituasjoner der det har funnet sted erverv mot vederlag. Slik Oslo Børs har anvendt bestemmelsen, innskrenker bestemmelsen minoritetsvernet i situasjoner der det ikke har funnet sted erverv mot vederlag ved at tilbyder i mangel av et adekvat grunnlag for fastsettelse av tilbudsprisen kan slippe unna med en tilbudspris basert på "rabattert omsetningsverdi".

Det bestrides ikke at tilbudspliktreglene lider av svakheter som innebærer at oppkjøp av børsnoterte selskaper iblant lar seg gjennomføre til en lavere pris enn den som ville ha oppstått dersom det hadde foreligget en likeverdig forhandlingssituasjon mellom kjøperen og selgerne. Det blir imidlertid helt feil hvis slike svakheter ved regelverket benyttes som argument for å tolke loven slik at minoritetsvernet innskrenkes utover det som følger av de løsninger som er klart nedfelt i lovens ordlyd. Når lovens ordlyd er åpen, må utgangspunktet tvert imot være at man skal velge den løsning som best ivaretar hensynet til minoritetsbeskyttelse. I den forliggende sak betyr det at børsen ikke kan godkjenne en tilbudspris basert på en "rabattert omsetningsverdi" observert i et syltynt marked for en aksje i et selskap med en fastlåst eiersituasjon, men at tilbudsprisen i en slik situasjon må fastsettes ved skjønn."

5 Caianos anførsler

Caiano er enig med Oslo Børs i at vphl § 4-10 fjerde ledd annet punktum også dekker situasjoner der vederlaget som har blitt betalt er NOK 0. Det anføres at annet punktum med en slik forståelse vil fungere i henhold til de formål som ligger bak tilbudspliktreglene og virke som en beskyttelse for restaksjonærene.

Etter Caianos vurdering legger klager til grunn et feilaktig utgangspunkt mht formålet bak tilbudspliktreglene. Formålet er ikke å sørge for at minoritetsaksjonærene får tilbud om å selge sine aksjer til "virkelig verdi" eller til en teoretisk likevektsverdi i et likvid og for øvrig ideelt fungerende marked. Derimot er formålet som påpekt av Oslo Børs å sikre at alle aksjonærer får en andel av den kontrollpremie som en ny, kontrollerende aksjonær ofte har måttet betale. Har den nye, kontrollerende aksjonæren ikke betalt noen kontrollpremie, hvilket er tilfelle i herværende sak, foreligger det ifølge Caiano ikke noe rettslig grunnlag, verken i lovens ordlyd, dens forarbeider eller formål, for Oslo Børs

til å gripe inn og skjønnsmessig fastsette en kontrollpremie som inkluderes i tilbudsprisen, slik at denne avspeiler selskapets virkelige verdi. Det foreligger heller ingen relevant forvaltnings- eller rettspraksis som støtter opp om en slik fortolkning av loven.

Det anføres videre at Caiano i den aktuelle, forutgående 6-måneders periode med enkelthet kunne ha kjøpt en mindre post til kurser på linje med tilbudsprisen og i et slikt tilfelle ville det ikke vært tvil om at vphl § 4-10 fjerde ledd første og annet ledd ville ha kommet til anvendelse direkte etter sin ordlyd. Basert på dette alene har selskapet vanskelig for å forstå at Djuva kan mene at det er grunnlag for å underlegge Caiano en helt ny forståelse av regelverket. Det vil i så fall være i strid med hensynet til forutberegnelighet for tilbydere som også er et relevant hensyn bak tilbudspliktreglene.

Klager har hevdet at det både i forbindelse med reglene om verdsettelse ved tvangsinnløsning etter allmennaksjeloven § 4-25 og tilbudsprisen etter tilbudspliktreglene i verdipapirhandelloven er sentralt at minoriteten kan bli satt i en innelåst situasjon og at Høyesteretts synspunkt i premiss 71 i Rt 2003 s. 713 (Norway Seafoods-saken) således er relevant også i herværende sak. Dette avvises av Caiano. Blant annet vises til at det er en helt vesentlig forskjell på det å bli stengt inne i et selskap med en majoritetsaksjonær som eier mer enn 90 % av aksjene, og det foreliggende tilfelle der Caiano med nærstående kontrollerer noe i overkant av 47 %.

Avslutningsvis knytter selskapet en kommentar til Oslo Børs' vedtak av 1. august d.å hvor det er nevnt at verdipapirhandellovutvalget i NOU 2005:17 foreslår at tilbudsplikten utvides. Dette som svar på at man jevnlig ser at tilbudsplikt utløses uten at tilbyder har betalt noen kontrollpremie, og da til en tilbudspris som tilsvarer markedspris. Ifølge Caiano foreligger ikke noe forslag i NOU-en som vil innebære at "virkelig verdi" skal legges til grunn ved tilbudsplikt. Det foreslås heller ikke innført et system der Oslo Børs eller noe annet organ på fritt grunnlag eller etter nærmere kriterier kan eller skal justere tilbudsprisen i de tilfeller der tilbudsprisen etter vphl § 4-10 fjerde ledd ikke samsvarer med "virkelig verdi" eller den teoretiske likevektspris som man kunne tenke skulle ha blitt etablert i en oppkjøpsituasjon i et ideelt fungerende marked. Derimot foreslås ifølge Caiano de nåværende regler mht. fastsettelse av tilbudsprisen videreført.

6 Børsklagenemndens vurdering

Av forarbeidene til verdipapirhandelloven, NOU 1996:17 s. 192, fremgår at børsens vedtak i henhold til lovens § 4-14 om godkjenning av tilbud og tilbudsdokumentet er gjenstand for klage. Børsklagenemnden er klageinstans, jf. børsforskriften § 26-1. Klagen fra Caiano gjelder utelukkende rettsanvendelsen. Spørsmålet i saken er om vphl § 4-10 fjerde ledd annet punktum bare gjelder der det er betalt vederlag for aksjene, eller om bestemmelsen om å benytte markedskurs også får anvendelse i et tilfelle som dette, hvor intet vederlag er betalt.

For ordens skyld presiseres innledningsvis at børsens og Børsklagenemndens oppgave og myndighet i tilknytning til det pliktige tilbudet gjelder godkjenning eller ikke godkjenning av tilbudet (og tilbudsdokumentet). Det er ikke børsens eller Børsklagenemndens oppgave å beregne tilbudsprisen. Saken skiller seg i så måte fra en skjønnssak for fastsettelse av en løsningssum etter allmennaksjeloven § 4-25.

Ordlyden i bestemmelsen dekker ikke forholdet. Det foreligger heller ikke rettspraksis som løser spørsmålet. Børsklagenemndens tidligere saker 2/2000 (Hitec) og 1/2005 (Elkem) gjelder hvordan de forutgående frivillige tilbud, som inneholdt elementer utover et fast kronebeløp, skulle verdsettes i kroner og øre slik at alle aksjonærer ville bli likestilt. Disse sakene er derfor av begrenset interesse for det spørsmål som foreligger i nærværende sak. Annen relevant praksis kan heller ikke sees å foreligge.

Klager fremhever at unntaksbestemmelsen i § 4-10 fjerde ledd annet punktum normalt vil gi en lavere markedspris enn hovedregelen i § 4-10 fjerde ledd første punktum. Bestemmelsen bør derfor ikke gjøres til en hovedregel der det ikke er ydet vederlag for aksjene. Klager forutsetter da at vederlag fra tilbyder alltid vil innebære et element av kontrollpremie og gjennomgående være høyere enn markedsprisen, som ofte ikke inneholder et slikt element, fordi den baserer seg på kjøp av mindre aksjeposter.

Etter lovens forarbeider er unntaket i annet punktum nettopp tatt med for å regulere tilfeller der erververen har sluppet unna å betale en slik merpris (jf. NOU 1996:17 s. 122 som bl. a. snakker om "rene omgåelsestilfeller"). Børsklagenemnden kan ikke se at det skulle være noen grunn til å behandle tilfeller hvor vederlaget av en eller annen grunn er blitt null, anderledes enn der vederlaget av forskjellige årsaker ligger under markedskurs, så lenge det foreligger en børskurs.

Dersom lovgivers mening hadde vært at prisfastsettelsen i slike tilfeller skulle foretas ved skjønn, ville det vært nærliggende å regelfeste en slik ordning i tilknytning til vphl. kapittel 4. Når det ikke står noe uttrykkelig om dette, må det forstås slik at markedskurs skal anvendes i alle tilfeller der det ikke lar seg fastslå et høyere vederlag betalt av tilbyderen innenfor 6 månedersperioden. Det legges i den forbindelse også vekt på at markedskurs, dvs. børskurs, i et velfungerende marked skal avspeile verdien av selskapet slik markedet ser det. At det i det konkrete tilfellet dreier seg om en lite likvid aksje, kan ikke gjøre noen endring i dette prinsippet, når selskapet først er børsnotert. Det har da også foregått transaksjoner i aksjen, om enn i lite omfang.

Det er videre forskjell på en situasjon hvor tvangsinnløsning skal skje etter allmennaksjeloven § 4-25 og der det fremsettes et pliktig tilbud, som aksjonærene står fritt til å akseptere eller la være.

Børsklagenemnden legger endelig en viss vekt på at Bechmann, Bergo m. fl. i sin kommentarutgave til verdipapirhandelloven på s. 335 antar at dette må bli løsningen der aksjer overdras vederlagsfritt i forbindelse med arv, gave eller skifteoppgjør, og børsen som følge av dette pålegger tilbudsplikt etter vphl § 4-2 tredje ledd. Det kan ikke sees å foreligge grunnlag for å behandle nærværende tilfelle annerledes enn slike tilfeller, hvor vederlaget også er null. Bechmann, Bergo m. fl. legger dessuten til grunn (s. 336) at man må falle tilbake på markedskursalternativet i § 4-10 fjerde ledd annet punktum hvis det i forbindelse med erverv gjennom fusjon/fisjon ikke foreligger konkrete holdepunkter for en annen verdifastsettelse.

Børsklagenemndens vedtak

Oslo Børs' vedtak av 1. august 2006 om godkjenning av pliktig tilbud på samtlige aksjer i Wilson ASA fremsatt av Caiano AS, stadfestes.

6.1.3 Seadrill Limiteds tilbudsplikt i Eastern Drilling ASA – konsolidering basert på total return swap-avtale – konsekvens av konsolidering (Børsklagenemndens sak 6/2006)

Avgjørelse av 12. desember 2006 av klager fra

1) Cheyne Special Situations Fund LP ("Cheyne"), Arnold and S Bleichroedher Holdings Inc, Aetos Corporation, Iolaire Investment Limited Partnership, Institutional Benchmark Series (Master Feeder) Limited (the Bakram Series) og MSS Capital Limited v/ advokat Hans P. Bjerke i advokatfirmaet DLA Piper (heretter "Cheyne" m. fl.)

2) Eastern Drilling ASA ("Eastern Drilling"), Lime Rock Partners III, L.P og Universities Superannuation Scheme v/ advokat Einar J. Greve i advokatfirmaet Wikborg, Rein & Co og

3) SeaDrill Limited ("SeaDrill") v/ advokat Erling Lind i Wiersholm, Mellbye & Bech advokatfirma AS

over børsstyrets vedtak av 25. oktober 2006 om å oppheve tidligere godkjenning av SeaDrills pliktige tilbud på aksjene i Eastern Drilling mv.

1. Klagesaken og børsklagenemndens sammensetning

Saken gjelder spørsmål om hvordan "total return swap-avtaler" (TRS-avtaler) skal behandles i tilknytning til ulike sider av tilbudspliktregelverket i verdipapirhandelloven, herunder spørsmål om konsolidering mellom partene i en TRS-avtale.

Børsstyret traff den 25. oktober 2006 vedtak med slik slutning:

Børsens vedtak om godkjenning av SeaDrill Ltd' pliktige tilbud i Eastern Drilling ASA av 17. september 2006 oppheves fordi tilbudsprisen ikke reflekterer at de aksjer som ble ervervet av Carnegie ASA 6. april 2006 skulle anses like med SeaDrill Ltd' egne aksjer i forhold til reglene om tilbudsplikt og tilbudspris etter vphl. §§ 4-5 jf. 1-4 nr. 5.

Opphevelsen innebærer at SeaDrill Ltd. plikter å gi et nytt tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i Eastern Drilling ASA eller selge aksjer slik at tilbudsplikten bortfaller, jf. § 4-1 første ledd.

Vedtaket ble påklaget den 7. november av advokat Hans P. Bjerke på vegne av Cheyne m. fl. Klagen gjelder kun deler av vedtaket, jf. nærmere om klagen nedenfor under punkt 5.

Videre påklaget advokat Einar J. Greve på vegne av Eastern Drilling ASA, Lime Rock Partners III, L.P og Universities Superannuation Scheme vedtaket den 8. november 2006. Også denne klagen gjelder kun deler av vedtaket, jf. nærmere om klagen nedenfor under punkt 6.

Den 9. november 2006 ble børsstyrets vedtak også påklaget av SeaDrill v/ advokat Erling Lind. Det er nærmere redegjort for innholdet i klagen nedenfor under punkt 7.

Børsen besluttet den 10. november 2006 utsatt iverksettelse for vedtaket inntil saken er behandlet av børsklagenemnden, jf. børsloven § 5-14, jf. forvaltningsloven § 42.

I tilsvaret av 13. november 2006 til SeaDrills klage fra Eastern Drilling med flere, ble det blant annet anført at SeaDrills klage må avvises fordi klagefristen er oversittet. I tilsvaret ble det også anmodet om at børsklagenemnden skal avholde muntlig forhandlingsmøte, jf. børsforskriften § 26-3 niende ledd.

Advokat Hans P. Bjerke har på vegne av Cheyne med flere i tilsvaret av 13. november og brev av 15. november 2006 også anført at klagen må avvises pga. fristoversittelse, samt støttet anmodningen om muntlig forhandlingsmøte.

SeaDrill v/ advokat Erling Lind imøtegikk i brev av 14. november 2006 anførselen om avvisning. SeaDrill har i samme brev anmodet om at begjæringen om muntlig forhandlingsmøte ikke tas til følge.

Børsstyret besluttet i vedtak av 15. november 2006 å opprettholde sitt vedtak av 25. oktober 2006. Saken ble derfor ved brev av samme dato oversendt børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 26-3 første ledd og forvaltningsloven § 33.

Den 17. november 2006 besluttet børsklagenemndens leder at det ikke skulle holdes muntlig forhandlingsmøte i saken, jf. børsforskriften § 26-3 niende ledd.

Partene i saken har fått mulighet til å fremsette merknader til børsens vedtak av 15. november 2006, noe de benyttet seg av.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte tirsdag 12. desember 2006. Ved behandlingen og avgjørelsen deltok Vibecke Groth (leder), Norunn Dale Seland, Hugo Matre, Bernt Zakariassen og Cathrine Hambro.

2. Kort om selskapene

Børsstyret har i sitt vedtak av 25. oktober 2006 omtalt selskapene slik:

"Eastern Drilling ASA (Eastern) er notert på Oslo Børs' SMB-liste med ticker "Edrill". På Easterns hjemmeside heter det som følger om selskapet:

"Eastern Drilling ASA er et norskbasert offshore boreriggsselskap notert på Oslo Børs. Selskapet bygger verdens største og mest moderne halvt nedsenkbare borerigger på det anerkjente verftet Samsung Heavy Industries i Korea. De to identiske riggene leveres fra verftet hhv. i 4. kvartal 2007 og 3. kvartal 2008. Eastern Drilling ASA ble etablert i 2004 og er et av få selskaper i verden som behersker drift av borerigger på dypt vann og i værharde områder."

SeaDrill Ltd. (SeaDrill) er majoritetseier i Eastern (dels direkte og dels gjennom sitt datterselskap Smedvig ASA). SeaDrill er notert på Oslo Børs' SMB-liste med ticker "SeaDrill". På SeaDrills hjemmeside heter det:

"SeaDrill Limited is a Bermuda-based company incorporated 10 May 2005 with an offshore drilling fleet consisting of five jack-ups rigs, two semi-submersible rigs, one deepwater drillship, seven tender rigs, two FPSOs, as well as ten units under construction (including four jack-ups, four deepwater semi-submersibles and two deepwater drillships).

SeaDrill are the major shareholder in Smedvig ASA and Mosvold Drilling Ltd. In addition, the Company is a major shareholder in Eastern Drilling AS, Varia Perdana Bhd. and PT Apexindo Pratama Duta Tbk." "

Lime Rock Partners III, L.P er innehaver av konvertible obligasjoner i Eastern Drillings konvertible obligasjonslån.

De øvrige klagerne er aksjonærer i Eastern Drilling.

3. Sakens bakgrunn

3.1 Om total return swap-avtaler

I børsstyrets vedtak av 25. oktober 2006 pkt. 3.1 er det redegjort nærmere for total return swap-avtaler generelt:

"En TRS-avtale er en finansiell derivatkontrakt. Avtalen innebærer at en avtalepart (kjøper av risikoen) erverver den finansielle eksponeringen (positiv og negativ kursutvikling og eventuell avkastning i form av utbytte) i en underliggende aksje fra den andre avtaleparten (selger av risikoen) mot en rentebetaling. Avtalen inngås for en gitt periode og et gitt antall aksjer, med en inngåelses- og innløsningskurs.

Dersom kursen på underliggende aksje stiger i avtaletiden, og det eventuelt utbetales utbytte, vil kjøper av risikoen ha rett på et kontantoppgjør fra selgeren av risikoen. Størrelsen på kontantoppgjøret vil i utgangspunktet være differansen mellom inngåelses- og innløsningskurs multiplisert med antall aksjer (tillagt evt. utbytte). Dersom kursen på underliggende aksje synker i avtaleperioden, vil selger av risikoen ha rett på et kontantoppgjør fra kjøperen av risikoen. Også her vil størrelsen på kontantoppgjøret i utgangspunktet være differansen mellom inngåelses- og innløsningskurs. Kjøper av risikoen får med dette, i avtaletiden, den samme finansielle eksponeringen som om aksjer var ervervet.

Begge partene i en TRS-avtale vil som utgangspunkt sikre (hedge) sin posisjon. Selger av risikoen vil normalt gjøre dette ved å erverv et korresponderende antall underliggende aksjer, eventuelt inngå en ny TRS-avtale med en tredjepart. Kjøper av risikoen vil etter omstendighetene måtte betale et "depositum" til selger av risikoen, som sikkerhet for oppgjør ved kursfall i underliggende.

En standard TRS-avtale vil ikke pålegge selger av risikoen å erverve hedging-aksjer. Det er likevel normal markedspraksis at dette gjøres blant annet av hensyn til kapitaldekningsregler. Sikring kan imidlertid gjøres også på andre måter for eksempel ved selv å kjøpe liknende instrumenter. Selger av risikoen vil da i prinsippet disponere fritt over aksjene og vil for eksempel kunne låne disse ut.. Kjøper av risikoen vil i utgangspunktet ikke ha rett til å erverve hedging-aksjene i avtaleperioden eller ved avtalens utløp.

Ved avvikling av hedgen (dvs. ved salg av hedging-aksjene) ved utløp eller heving av avtalen, må kjøper etter standardavtale av risikoen betale differansen mellom det selger betalte for aksjene og det som oppnås ved salg i markedet. Dette gjelder altså selv om det ikke er noen plikt til å hedge. Det er ikke unormalt at kjøper av risikoen erverver hedging-aksjene ved avtalens utløp. Selger av risikoen vil som følge av hedgingen og reguleringen av avviklingshandlene, være nøytral i forhold til kursutviklingen i underliggende aksje.

Det vil normalt ikke bli utøvd organisatoriske eierbeføyelser for aksjer som er ervervet som sikring av selger av risikoen. Dette betyr i praksis at aksjene "parkeres" i avtaleperioden og den forholdsmessige stemmeandelen til andre aksjonærer i selskapet, øker.

TRS-avtaler betegnes gjerne som syntetiske aksjeropsjoner eller terminer med finansiell avregning (contracts for difference). Formålet med slike kontrakter (i stedet for å handle aksjer eller derivater med fysisk levering) kan være hensiktsmessig finansiering, oppgjørstekniske grunner eller skattemessige formål for å unngå såkalt "stamp duty" i UK. Instrumentene er ikke ukjente i Norge. Situasjoner der de kan ses som å trå tilbudsplikten nære har vært Rieber-familiens posisjonering i Rieber ASA og Petter Stordalens posisjonering i Choice Hotels Scandinavia ASA. Børsen har lagt til grunn at disse ikke har utløst tilbudsplikt, men har ikke truffet formelle vedtak om dette. Det har heller ikke kommet innsigelser mot disse transaksjonene.

En TRS-avtale vil utgjøre et finansielt instrument etter verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd nr. 6 og/eller 7. Verdipapirhandellovens atferdsregler som utløses ved ulike former for transaksjoner behandler ikke syntetiske aksjeopsjoner direkte (unntatt er reglene om innsidehandling der underliggende aksje er børsnotert). Noe av denne uklarheten ble søkt avdekket ved børsens sirkulære 1/2003 med tolkningsuttalelser knyttet til finansielle derivater generelt, men som ikke omhandlet TRS-avtaler spesielt. I sirkulæret behandles innsidereguleringen, primærinnsidernes meldeplikt, flaggeplikten, tilbudsplikten og verdipapirforetakenes rapporteringsplikt. Om tilbudsplikt heter det bl.a.:

"Som nevnt ovenfor gir en derivatkontrakt med rett til finansielt oppgjør ingen rettighet til den underliggende aksje, og vil derfor normalt ikke kunne likestilles med erverv av aksjer, jf. § 4-1 fjerde ledd. Tilbudspått vil dermed normalt ikke kunne inntre som følge av inngåelse av slike kontrakter."

Børsen har i sirkulæret i forståelse med Kredittilsynet lagt til grunn at primærinnsideres meldeplikt og verdipapirforetakenes rapporteringsplikt til børsen utløses ved slike derivatkontrakter, men ikke flaggeplikten. Sirkulæret følger som bilag 16.

Oslo Børs har i brev av 19. september 2006 til Bahr advokatfirma uttalt at en TRS-avtale, på gitte vilkår, ikke utløser tilbudspått. I brevet fremheves bl.a. disse forutsetningene:

- Avtalen inngås mellom uavhengige parter på normale forretningsmessige vilkår*
- Løpetiden i avtalen er begrenset og oppgjørsdatoen gitt*
- Oppgjøret mellom partene er finansielt*
- Selger av risikoen har ingen plikt til å erverve hedging-aksjer*
- Fulle eierbeføyelser knyttet til evt. hedging-aksjer hviler hos selger av risikoen*
- Partene har ingen avtale om bruk av rettigheter knyttet til evt. hedging-aksjer*
- Kjøper av risikoen gis ingen rett til å overta evt. hedging-aksjer*

TRS-avtalene i nærværende sak er oppgitt å være standardavtaler. Avtalene er meget omfattende og underlagt engelsk rett. Etter børsens vurdering er avtalenes virkning det sentrale i saken. Det synes ikke å være uklarhet eller uenighet knyttet til selve innholdet av avtalene, og disse er således ikke vedlagt."

Børsklagenemnden har ingen merknader til børsens beskrivelse av TRS-avtaler.

3.2 Sakens faktum

SeaDrill Ltd kjøpte vinteren 2006 Smedvig ASA (nå SeaDrill Norge), som eide cirka 39 % av aksjene i Eastern Drilling. Smedvig/SeaDrill Norge har også en managementavtale med Eastern Drilling. Tre av styremedlemmene i Eastern Drilling er valgt på bakgrunn av SeaDrills eierandel i Eastern Drilling.

Den 29. mars 2006 ble det gjort kjent at en tilbyder ønsket å kjøpe minst 50 % av aksjene i Eastern Drilling. Prisen under det frivillige tilbudet var NOK 130 per aksje. Den 6. april 2006 ble det offentliggjort at tilbyderen var Ocean Rig ASA.

Ved børsmelding av 7. april 2006 ble det klart at Ocean Rig ikke hadde lykket med å erverve en kontrollerende post i Eastern Drilling.

I børsmelding av 7. september 2006 offentliggjorde SeaDrill at selskapet hadde ervervet aksjer i Eastern Drilling slik at SeaDrill totalt hadde kommet opp i en eierandel på 40,05 % av de totalt utstedte aksjene, og at de kom til å fremme et pliktig tilbud for de resterende aksjene.

I ny børsmelding av 8. september 2006 offentliggjorde SeaDrill at selskapet hadde ervervet i alt drøyt 60 % av aksjene i Eastern Drilling.

I standard godkjennelsesbrev av 18. september 2006 godkjente Oslo Børs SeaDrills pliktige tilbud og tilbudsdokument vedrørende erverv av samtlige aksjer i Eastern Drilling, jf. verdipapirhandelloven § 4-14 første ledd. Prisen under det pliktige tilbudet var NOK 92 per aksje og akseptperioden var fra 18. september til og med 16. oktober 2006.

Børsen var på dette tidspunkt ikke kjent med at SeaDrill og Carnegie ASA (Carnegie) i perioden 6. april til 31. juli 2006 hadde inngått åtte TRS-avtaler med aksjer i Eastern Drilling som underliggende, se nærmere om dette nedenfor.

Den 18. september 2006 mottok børsen en henvendelse fra Eastern Drilling der det ble reist spørsmål om til hvilken kurs SeaDrill hadde ervervet Eastern Drilling-aksjer den 7. og 8. september 2006. Børsen ba SeaDrill og Carnegie om bekreftelse på at SeaDrill ikke hadde ervervet aksjer til kurs over tilbudsprisen i perioden seks måneder forut for det pliktige tilbudet.

Styret i Eastern Drilling anbefalte i børsmelding av 20. september 2006 aksjonærene å ikke akseptere tilbudet fra SeaDrill.

SeaDrill og Carnegie opplyste i svarbrev av 28. september 2006 til Oslo Børs at det ikke var ervervet aksjer til kurs over NOK 92 i den aktuelle perioden. I brevene ble det for første gang opplyst at SeaDrill i perioden 6. april 2006 til juli 2006 hadde inngått TRS-avtaler med Carnegie relatert til i alt ca 13 % av de utstedte aksjene i Eastern Drilling. Det ble i brevene presisert at TRS-avtalene var inngått på markedsmessige vilkår, at SeaDrills eksponering kun var finansiell, og at avtalene ble inngått på Carnegies initiativ. Høyeste innløsningskurs under TRS-avtalene var NOK 132,706. Videre ble det gjort kjent at deler av den posten med aksjer i Eastern Drilling på ca. 20 % som ble meldt av SeaDrill den 8. september, var aksjer som opprinnelig var ervervet av Carnegie som hedge under TRS-avtalene.

Børsstyret innkalte representanter for SeaDrill og Carnegie til møte 3. oktober 2006. Børsen gjorde i møtet SeaDrill oppmerksom på at børsen anså TRS-avtalene som meldepliktige, jf. verdipapirhandelloven § 3-1.

På bakgrunn av dette ble det i børsmelding fra SeaDrill av 5. oktober 2006 offentliggjort at SeaDrill og Carnegie hadde inngått åtte TRS-avtaler i perioden 6. april til 31. juli 2006. Avtalene ble i børsmeldingen omtalt som "equity total return swap related products" (TRS-avtaler). Det ble også opplyst at det dreide seg om future-kontrakter som ble rullert videre og forlenget, og at avtalene var basert på kontantavregning uten at SeaDrill fikk noen rettigheter til å erverve underliggende aksjer i Eastern Drilling.

Referansekursene for derivatkontraktene varierte mellom NOK 90 og 132,706 per aksje.

Carnegie ervervet underveis aksjer i Eastern Drilling som "hedge" for sin posisjon under TRS-avtalene.

Børsens godkjenning av SeaDrills pliktige tilbud av 18. september 2006 ble den 10. oktober 2006 påklaget av advokat Einar Greve på vegne av Eastern Drilling, Lime Rock Partners III, L.P og Universities Superannuation Scheme. Cheyne v/ advokat Hans P. Bjerke sluttet seg til klagen den 17. oktober 2006.

Under forberedelsen av klagesaken forela børsen på eget initiativ for partene, herunder SeaDrill, problemstillingen om TRS-avtalene kunne gi grunnlag for konsolidering etter verdipapirhandelloven § 4-5, jf. § 1-4 nr. 5.

Børsen forela også på eget initiativ for partene spørsmålet om SeaDrills nedsalgsalternativ etter verdipapirhandelloven § 4-9, jf. § 4-8 var bortfalt i tilfelle børsstyret kom til å oppheve sin godkjenning av tilbudet.

Etter diverse korrespondanse mellom børsen og partene, samt innhenting av opplysninger fra børsens side, traff børsstyret vedtak den 25. oktober 2006 der den tidligere godkjenningen av det pliktige tilbud på aksjene i Eastern Drilling ble opphevet på grunn av konsolidering mellom SeaDrill og Carnegie. Slutningen i vedtaket er gjengitt ovenfor under punkt 1. Dette vedtaket ble påklaget gjennom de tre klager som er til

behandling i herværende sak, jf. ovenfor under punkt 1. Det vises også til punkt 1 ovenfor når det gjelder øvrige forhold rundt klagesaken.

4. Børsstyrets vedtak

Som det fremgår ovenfor hadde Oslo Børs - før børsen var kjent med TRS-avtalene – godkjent SeaDrills pliktige tilbud om erverv av samtlige aksjer i Eastern i standard godkjennelsesbrev av 18. september 2006. I vedtak av 25. oktober 2006 omgjorde børsstyret vedtaket om godkjennelse av tilbudet.

4.1 Nærmere om vedtaket av 25. oktober 2006

Erverv av aksjer

I vedtaket av 25. oktober 2006 vurderte børsstyret først om TRS-avtalene var å anse som erverv av aksjer som utløste tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 4-1 første ledd. Børsstyret fant at dette ikke var tilfelle. Dette var heller ikke anført fra noen av partene.

Børsstyret drøftet deretter om TRS-avtalene var en rett til å bli eier av aksjer som må anses som "reelt erverv av aksjene", noe som kunne utløse tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 4-1 fjerde ledd. Etter børsstyrets vurdering var det klart at en finansiell derivatkontrakt som en TRS-avtale som utgangspunkt ikke kan anses som et reelt erverv av en aksje. Børsstyret fant at tilbudsplikt ikke ble utløst i medhold av denne bestemmelsen.

Konsolidering

Børsstyret vurderte deretter spørsmålet om SeaDrill og Carnegie skulle konsolideres, jf. verdipapirhandelloven § 4-5, jf. § 1-4 nr. 5. Etter § 4-5 likestilles aksjer som eies eller erverves av "nærstående" med aksjeeiers egne aksjer i forhold til reglene om tilbudsplikt. Som nærstående regnes etter § 1-4 nr. 5 "noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument".

For å avgjøre hva som ligger i vilkåret "forpliktende samarbeid", gjennomgikk børsstyret en rekke rettskilder, herunder forarbeidene til verdipapirhandelloven, jf. særlig NOU 1996:2 punkt 9.3.7 og Ot. prp. nr. 29 (1996-97). I vedtaket gikk børsstyret dessuten gjennom praksis fra Oslo Børs og børsklagenemnden.

Børsstyret oppsummerte i vedtaket punkt 5.1.3.1 de momenter som er sentrale ved avgjørelsen av spørsmålet om konsolidering etter verdipapirhandelloven § 4-5, jf. § 1-4 nr. 5 slik:

- Det må foreligge en gjensidig forståelse mellom partene
- Forståelsen må vedrøre bruk av aksjonærrettigheter, herunder å forhindre at en tredjepart får kontroll over målselskapet
- Den gjensidige forståelsen og opptreden skal i utgangspunktet være langsiktig, men også kortsiktig samarbeid vil kunne omfattes

Det følger ikke klart av dette hvor langvarig og generelt et samarbeid må være for å foranledige konsolidering. I tråd med retningslinjene angitt i lovens forarbeider og praksis må det vurderes konkret om en kortvarig gjensidig forståelse om at visse transaksjoner vil hindre et oppkjøp av en kontrollerende post i et målselskap, er tilstrekkelig for å anse to parter som nærstående. Transaksjonene det er snakk om må rimeligvis være erverv av aksjer, enten direkte eller som ledd av en derivatkontrakt, typisk en TRS-avtale der aksjer i et målselskap erverves som hedge."

Når det gjelder den konkrete vurderingen av konsolideringsspørsmålet i saken, fant børsstyret det ikke sannsynliggjort at SeaDrill og Carnegie ved inngåelsen av TRS-avtalene har hatt en felles forståelse om at SeaDrill skulle kjøpe Eastern Drilling-aksjene ved avtalenes utløp. Børsstyret la videre til grunn at TRS-avtalene ble til etter initiativ fra Carnegie, basert på aksjer Carnegie allerede hadde kjøpt for egen regning og risiko. Børsstyret formulerte den videre problemstillingen slik i punkt. 5.1.3.2 i vedtaket:

"Spørsmålet er om det likevel må anses å ha foreligget en gjensidig forståelse mellom SeaDrill og Carnegie om bruk av aksjonærrettigheter. Dersom dette besvares bekreftende må det vurderes om innholdet og varigheten av samarbeidet var av en slik art at konsolideringsbestemmelsen i vphl. § 4-5 er aktuell. I fravær av en klar løsning i lov, forarbeider og praksis, vil formålet med tilbudsbestemmelsen konsolideringsbestemmelsen, herunder reelle hensyn ha betydelig vekt."

Børsstyret la til grunn at aksjene som var omfattet av TRS-avtalene effektivt var "parkert", og at både SeaDrill og Carnegie var kjent med at avtalene faktisk ville føre til dette. "Parkeringen" innebar at ingen kunne/ville utøve stemmerett for aksjene, noe som økte SeaDrills relative eierandel og innflytelse i Eastern Drilling. Dette vanskeliggjorde også det frivillige tilbudet fra Ocean Rig som var varslet gjennom børsmelding. Det forhold at SeaDrill senere faktisk kjøpte aksjene av Carnegie, underbygget etter børsstyrets vurdering også at SeaDrill hadde en form for kontroll over aksjene.

Børsstyret fant at selv om SeaDrill allerede hadde en dominerende, men ikke kontrollerende rolle i Eastern Drilling, "kan man vanskelig tenke seg noe annet formål med å inngå TRS-avtalene fra SeaDrills side enn å parkere aksjene og derved sikre kontrollen" (vedtaket punkt 5.1.3.2). Børsstyret viste også til den svært høye aksjekursen på Eastern Drilling-aksjer og det faktum at det var varslet et frivillig tilbud fra en tredjepart.

Børsstyret uttalte at gjeldende regelverk ikke sier noe uttrykkelig om denne type transaksjoner, men derimot foreligger en konsolideringsregel utformet for å skjære gjennom formaliteter når realiteten er en annen.

Børsstyret viste i vedtaket også til hensynene bak tilbudspliktreglene, herunder hensynet til å sikre minoritetsaksjonærer en utgang ved kontrollskifte, at minoritetsaksjeeiere skal få en del av den "kontrollpremien" som en tilbyder betaler for aksjene som gjør at det oppnås kontroll over selskapet, samt omgåelses- og rimelighetsbetraktninger

Videre pekte børsstyret på at verken SeaDrill eller Carnegie hadde holdt seg til gjeldende regler i saken. Verken SeaDrills meldeplikt etter verdipapirhandelloven § 3-1 eller Carnegies flaggeplikt etter § 3-2 var overholdt, slik at markedet ikke var kjent med TRS-avtalene og aksjeervervene.

Børsstyret konkluderte med at SeaDrill og Carnegie skulle konsolideres etter verdipapirhandelloven § 4-5, jf. § 1-4 nr. 5 den 6. april 2006, slik at tilbudsplikten skulle vurderes på bakgrunn av det ervervet.

Tilbudspris

Børsstyret viste i vedtaket punkt 5.2 til at tilbudsprisen etter verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd skal være "minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte". Selv om det ikke sies uttrykkelig i loven at aksjer som erverves av nærstående også skal gjelde i forhold til fastsettelse av tilbudsprisen etter § 4-10 fjerde ledd, vurderte børsstyret at dette var en naturlig forståelse av loven, slik at tilbudsprisen er avhengig av konklusjonen for så vidt gjelder konsolideringen. Børsstyret fastslo at tilbudet på NOK 92 per aksje ikke var tilstrekkelig, og at børsens godkjennelse av dette tilbudet måtte oppheves.

Nytt tilbud eller nedsalg

Børsstyret vurderte deretter i vedtaket punkt 5.3 om SeaDrill kunne velge å fremme et nytt tilbud eller selge seg ned til under tilbudspliktgrensen.

Børsstyret viste til verdipapirhandelloven § 4-1 første ledd annet punktum, som sier at tilbudsplikten bortfaller dersom den tilbudspliktige selger seg ned under tilbudspliktgrensen. Melding om dette skal gis straks, jf. § 4-8.

Av vedtaket fremgår det at børsstyret mente at der børsen foretar konsolidering etter § 4-5 annet ledd, anses plikten til å gi melding etter § 4-8 første ledd for å oppstå først med børsens vedtak om konsolidering. Børsstyret fant at grunnlaget for den tilbudsplikt som børsen fastsatte i vedtaket av 25. oktober 2006, var et annet enn grunnlaget for det pliktige tilbudet som opprinnelig ble fremmet, og at nedsalgsalternativet var i behold. Børsstyret mente at det ikke var grunnlag for å foreta en antitetisk tolkning av § 4-8 tredje ledd, slik som anført av Eastern Drilling m. fl. Børsstyret viste til at det ut fra sammenhengen i loven synes som om tvangssalg av aksjer skal være den normale sanksjon ved misligholdt tilbudsplikt. Børsstyret viste også til hensynet bak at nedsalgsalternativet "lukkes" etter fire uker etter § 4-8, er hensynet til de aksjonærer som med det har fått løfte om et tilbud. I denne saken hadde ingen aksjonærer hadde en berettiget forventning om et tilbud på over kr. 132, slik børsstyret så det. Ordlyden i § 4-8 dekket etter børsstyrets vurdering ikke en slik situasjon, og hovedregelen i § 4-1 første ledd annet punktum måtte gjelde. Børsstyret kom etter dette til at det fortsatt forelå et nedsalgsalternativ etter § 4-8 første ledd, jf. § 4-9.

Slutningen i børsstyrets vedtak av 25. oktober 2006 lyder som følger:

Børsens vedtak om godkjenning av SeaDrill Ltd' pliktige tilbud i Eastern Drilling ASA av 17. september 2006 oppheves fordi tilbudsprisen ikke reflekterer at de aksjer som ble ervervet av Carnegie ASA 6. april 2006 skulle anses like med SeaDrill Ltd' egne aksjer i forhold til reglene om tilbudsplikt og tilbudspris etter vphl. §§ 4-5 jf. 1-4 nr. 5.

Opphevelsen innebærer at SeaDrill Ltd. plikter å gi et nytt tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i Eastern Drilling ASA eller selge aksjer slik at tilbudsplikten bortfaller, jf. § 4-1 første ledd.

4.2 Nærmere om vedtaket av 15. november 2006

Børsstyret opprettholdt den 15. november 2006 sitt vedtak av 25. oktober 2006.

Når det gjelder spørsmålet om klagen fra SeaDrill skulle avvises som for sent innkommet, uttalte børsstyret følgende i vedtaket punkt 2.1:

"I tilsvar av 13. november har både Eastern mfl. og Cheyne mfl anført at SeaDrills klage ble fremsatt for sent, og følgelig skal avvises. Vedtaket med begrunnelse ble sendt SeaDrills advokat på kvelden onsdag 25. oktober, og ansett mottatt torsdag 26. oktober. SeaDrill innga sin klage den 9. november innenfor tidsfrist avtalt med børsen hvilket var innenfor toukersfristen i børsforskriften § 26-3. En avvisning på dette grunnlag synes derved ikke aktuelt."

I vedtaket av 15. november 2006 viste børsstyret også til at definisjonen av nærstående i EUs direktiv om overtakelsestilbud, omfatter samarbeid om "frustrating the successful outcome of a bid", jf. art. 2 (1) bokstav (d). Direktivet hadde gjennomføringsfrist i mai 2006, men er ikke gjennomført i norsk rett. Veridipapirhandellovutvalget har ikke foreslått noen endring i lovteksten på dette punkt, men synes å legge til grunn at norsk rett er i samsvar med direktivet, jf. NOU 2005:17 side 24.

5. Cheyne m. fl. har i hovedsak anført:

5.1 Anførsler om avvisning av SeaDrills klage

Det anføres at SeaDrills klage må avvises fordi klagefristen er oversittet. Fristen er etter børsforskriften § 26-3 annet ledd to uker, og løper fra det tidspunkt underretning om vedtaket er kommet frem til vedkommende part, jf. forvaltningsloven § 29 første ledd. Vedtaket kom frem til SeaDrills advokat per e-post den 25. oktober 2006. Klagen ble først innlevert per e-post 9. november 2006 kl. 17.21, det vil si etter at børsen var stengt. Etter forvaltningsloven § 30 siste punktum regnes fristen overensstemmende med reglene i domstolloven §§ 148 og 149. Det betyr at fristen utløp den 8. november 2006.

Det er ikke kjent at SeaDrill har fått innvilget noen fristforlengelse. Det foreligger heller ingen særlige grunner som tilsier en fristforlengelse, jf. børsforskriften § 26-3 niende ledd.

Klagefristen kan heller ikke endres ved avtale mellom børsen og en klageberettiget. Hvis vilkårene for fristforlengelse foreligger, kan børsen treffe skriftlig vedtak om fristforlengelse.

Dessuten tilfredsstillende ikke klagen fra SeaDrill som ble oversendt ved e-post den 9. november 2006 formkravene i børsforskriften § 26-3 første ledd, jf. forvaltningsloven § 32 bokstav b, siden dokumentet ikke er undertegnet. Det bes opplyst og dokumentert når børsen mottok formriktig klage.

5.2 Sakens realitet

Klagen gjelder rettsanvendelsen og faktiske forhold. I klage av 7. november 2006 punkt 3.1 er det nærmere redegjort for hvilke deler av børsens vedtak som påklages:

"Klagerne har ingen innvendinger mot den del av børsstyrets vedtak som relaterer seg til avgjørelsen av spørsmålet om SeaDrill og Carnegie ASA skulle konsolideres i.h.t. vphl- § 4-5, jfr. § 1-4 nr. 5.

Klagerne vil imidlertid påklage den del av vedtaket som relaterer til budsprisen utelukkende til Carnegie ASA's erverv av aksjer i Eastern den 6. april 2006... Videre påklages børsstyrets vedtak om å tillate nedsalg med den virkning at tilbudsplikten bortfaller. Endelig påklages børsstyrets fastsettelse av tidspunktet for konsolideringen til det tidspunkt konsolideringsvedtak blir truffet."

Børsklagenemnden anmodes om å opprettholde børsens omgjøring av godkjennelsen av tilbudsprisen, pålegge SeaDrill å øke tilbudsprisen til et beløp som er i samsvar med § 4-10 og omgjøre den del av børsens vedtak som tillater nedsalg av aksjer.

Konsolidering

Klagerne mener børsstyret har fattet et korrekt vedtak når de har besluttet at SeaDrill og Carnegie skal konsolideres etter verdipapirhandelloven § 4-5, jf. § 1-4 nr. 5. Vilårene for konsolidering er oppfylt. Børsstyrets vurdering av motivene bak inngåelsen av TRS-avtalene er korrekt. Inngåelsen av TRS-avtalene har skjedd etter uttrykkelig avtale eller i forståelse med SeaDrill i den hensikt å forhindre at andre får kontroll over Eastern Drilling. Det er grunn til å anta at det forelå et forpliktende samarbeid som utløste tilbudsplikten den 6. april 2006. SeaDrill har anført at børsstyrets vedtak om konsolidering ikke er basert på "objektive omstendigheter". Det er ikke riktig, det foreligger flere slike objektive omstendigheter:

- De første TRS-avtalene ble inngått samtidig med at Ocean Rig hadde fremsatt et konkurrerende tilbud på SeaDrill

- Det ble inngått i alt åtte TRS-avtaler mellom SeaDrill og Carnegie, følgelig festnet det seg en praksis der Carnegie ervervet aksjer i markedet og inngikk TRS-avtaler med SeaDrill.
- TRS-avtalene ble brakt til opphør og sikringsaksjene ble overført til SeaDrill umiddelbart etter at SeaDrill den 7. september 2006 utløste tilbudsplikt på individuell basis.

Klager har også vist til at børsstyrets rettsanvendelse er i samsvar med det såkalte takeover-direktivet (direktiv 2004/25/EC). Etter definisjonen i artikkel 2 i direktivet er det ikke tvilsomt at samarbeid om å vanskeliggjøre bud på målselskapet skal medføre konsolidering av de samarbeidende partene.

Betydningen av brudd på melde- og flaggeplikten i relasjon til børsens vedtak Børsstyret har i sitt vedtak korrekt lagt til grunn at SeaDrill ikke har overholdt meldeplikten etter verdipapirhandelloven § 4-8, jf. § 4-5, § 3-1 og § 3-3, og at Carnegie har brutt flaggeplikten etter § 3-2. I vedtaket anser børsstyret imidlertid meldeplikt på konsolidert grunnlag for å oppstå først på det tidspunkt børsen treffer vedtak om konsolidering etter § 4-5 annet ledd, noe klagerne mener ikke er riktig. I punkt 3.23 i klagen fremgår følgende:

"Vphl. § 4-8 har 1. ledd har følgende ordlyd:

Når tilbudsplikt inntreer etter §§ 4-1 til 4-6 skal den som har tilbudsplikt straks gi melding om dette til børsen og til selskapet. I meldingen skal det angis om det vil bli fremsatt tilbud om kjøp av de øvrige aksjer i selskapet eller om det vil foretas salg i henhold til §4-9. Børsen skal offentliggjøre meldingen.

Meldeplikten inntreer altså "straks" når tilbudsplikten inntreer etter §§ 4-1 til 4-6. Dette innebærer at det oppstår tilbudsplikt og meldeplikt på konsolidert basis når vilkårene for konsolidering i vphl. § 4-5 er oppfylt.

Vphl. § 4-5 har følgende ordlyd:

I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-4.

Børsen avgjør om det skal foretas identifikasjon etter første ledd. Børsens vedtak skal meddeles deltakerne i den identifiserte gruppen.

Av bestemmelsens 1. ledd følger det at i relasjon til tilbudspliktreglene, herunder vphl. §§ 4-1 og 4-8, "regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-4." Denne likestillingen av de identifiserte partenes aksjer i målselskapet, innebærer at det oppstår tilbudsplikt og meldeplikt på konsolidert basis når de konsoliderte partenes samlede aksjeinnehav ved erverv krysser tilbudspliktgrensen på 40 %."

Meldeplikt og tilbudsplikt oppstår etter klagerens syn uavhengig av hvorvidt børsen har truffet vedtak om konsolidering etter § 4-5 annet ledd, og i denne saken oppsto tilbudsplikt og meldeplikt allerede 6. april 2006. Børsstyrets vedtak på dette punkt er begrunnet i en uriktig forståelse av verdipapirhandellovens regler om tidspunktet for når tilbudsplikt oppstår etter § 4-1, jf. § 4-5.

Børsstyret har i vedtaket begrunnet tillatelsen til å foreta nedsalg med blant annet at ingen aksjonærer i denne saken ut fra melding etter § 4-8 har fått noen berettiget forventning om et tilbud på over NOK 132. Årsaken til å at aksjonærene i Eastern Drilling ikke hadde en slik forventning, kan tilskrives det faktum at SeaDrill har brutt meldeplikten etter § 3-1, jf. § 3-3, med andre ord den tilbudspliktiges rettsstridige

adferd. Carnegie har dessuten overtrådt sin flaggeplikt for aksjeervervene, jf. § 3-2. Dette har også bidratt til å tilsløre de faktiske forhold som skal legges til grunn ved fastsettelse av tilbudsprisen. Hvis Carnegie og SeaDrill hadde overholdt flagge- og meldeplikten, ville aksjonærene i Eastern Drilling, slik loven bestemmer, blitt gjort oppmerksom på aksjeervervene og det vederlag som ble betalt.

Nedsalg

Det bestrides at SeaDrill har anledning til å selge seg ned til under 40 % slik at tilbudsplikten bortfaller, som børsstyret har fastsatt i sitt vedtak. SeaDrill har i børsmeldinger 7. og 8. september 2006 opplyst at de ville fremsette et pliktig tilbud, jf. § 4-8. SeaDrill er bundet av meldingene.

Etter § 4-8 tredje ledd kan en melding om salg endres til en melding om fremsettelse av et pliktig tilbud, forutsatt at tilbudet fremsettes innen den frist som følger av § 4-10 første ledd. En antitetisk tolkning av denne bestemmelsen innebærer at en melding om fremsettelse av pliktig tilbud ikke kan omgjøres til en melding om nedsalg. Ordlyden i verdipapirhandeloven § 4-8 hjemler ingen rett for en tilbyder til å endre melding om fremsettelse av pliktig tilbud til en melding om nedsalg, med den følge at tilbudsplikten faller bort.

Klagernes syn har klar støtte i lovens forarbeider, jf. Ot. prp. nr. 29 (1996-97) side 77, samt i juridisk teori. Reelle hensyn tilsier også en slik løsning. Aksjonærene har som følge av børsmeldingen fått en berettiget forventning om at det vil fremsettes et pliktig tilbud med en tilbudspris som er i samsvar med § 4-10 fjerde ledd.

Når en melding om fremsettelse av pliktig tilbud kan ikke endres til en melding om nedsalg, er det åpenbart at et pliktig tilbud fremsatt iht. meldingen heller ikke kan trekkes. Dette gjelder selv om børsstyret har omgjort godkjennelsen av tilbudsprisen. Tilbudsplikten består, men tilbudsprisen må endres slik at den blir i samsvar med kravene i § 4-10 fjerde og femte ledd. Hvis tilbudsprisen som følge av børsens kontroll blir høyere enn tilbyderen har forventet, er tilbyderen likevel bundet. Tilbyderens "sanksjon" ved uenighet om tilbudsprisen kan ikke være å trekke tilbudet, men å påklage børsstyrets avgjørelse til børsklagenemnden.

Det vises også her til det ovenfor nevnte takeover-direktivet, jf. art. 5.1, som pålegger statene å etablere et minoritetsvern i form av tilbudsplikt for aksjene i målselskapet. Nedsalgsrett må begrenses til tilfeller der det foreligger en legitim grunn til ikke å fremtvinge et pliktig tilbud etter at tilbudspliktgrensen er overskredet, noe som ikke er tilfelle her. Ellers vil minoritetsvernet kunne bli illusorisk. Selv om direktivet ikke er gjennomført i norsk rett ennå, kan det brukes som tolkningsmoment ved anvendelsen av gjeldende regler.

Tilbudspris

Som det fremgår ovenfor mener klagerne at tilbudsplikt og meldeplikt oppsto den 6. april 2006. Lovens system er at den tilbudspliktige først må ta stilling til og meddele markedet om han vil fremsette et pliktig tilbud eller foreta et nedsalg før børsen har godkjent tilbudsprisen, jf. § 4-14 og § 4-8. Det følger av § 4-10 fjerde ledd at *"tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte"*. Aksjonærene har en berettiget forventning om at tilbudsprisen vil tilfredsstillende lovens krav. Grunnen til at tilbudspris på NOK 92 per aksje først ble godkjent av børsen, var uriktige/manglende opplysninger i tilbudsdokumentene, som også hadde sammenheng med at SeaDrill og Carnegie hadde brutt melde- og flaggeplikten. Aksjonærene hadde en berettiget forventning om at tilbudet som ble varslet ville tilfredsstillende lovens krav. Ved konsolidering iht. § 4-5, jf. § 1-4 skal tilbudspris beregnes på bakgrunn av erverv foretatt av de konsoliderte partene. Det innebærer at tilbudsprisen må fastsettes på bakgrunn av de erverv Carnegie gjorde den 6. og 7. april 2006 til minst NOK 135 per aksje.

Rentekompensasjon

Tilbudsplikten inntrådte etter det som fremgår ovenfor 6. april 2006. Reglene i verdipapirhandeloven innebærer krav om oppgjør innen 12 uker etter at tilbudsplikten inntrådte. Tilbud skal fremsettes innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte etter § 4-10 første ledd. Tilbudsperioden skal ikke være lengre enn seks uker, jf. § 4-11. Oppgjør skal finne sted senest 14 dager etter tilbudsperiodens utløp, jf. § 4-10 åttende ledd. Den lovbestemte oppgjørsfristen på i alt maksimalt 12 uker er derfor misligholdt, noe som gir grunnlag for krav om forsinkelsesrente på tilbudsprisen fra 12 uker etter tilbudsplikstens inntreden til betaling skjer.

6. Eastern Drilling m. fl. har i hovedsak anført:

6.1 Anførsler om avvisning av SeaDrills klage

Det anføres at SeaDrill har oversett klagefristen og at deres klage må avvises. Det foreligger ingen særlige grunner til at børsen skal gjøre unntak fra klagefristen. Børsen har så vidt klagerne forstår heller ikke innvilget noen forlengelse av klagefristen.

Sakens realitet

Klagen gjelder den del av børsens vedtak av 25. oktober 2006 som fastsetter at SeaDrill har anledning til å selge aksjer i Eastern Drilling slik at tilbudsplikten bortfaller, og klagerne anmoder om at børsklagenemnden opphever denne delen av børsens vedtak, samt fastsetter at konsolidering i forhold til tilbudsprisen i SeaDrills pliktige tilbud av 18. september 2006 også gjelder for de hedge-aksjer som Carnegie ervervet i Eastern Drilling fra og med 7. april 2006. Klagen gjelder rettsanvendelsen og faktiske forhold. Det anføres to selvstendige rettslige grunnlag for at klagen, som i klagens punkt 1 er formulert slik:

"For det første innebærer børsens vedtak om konsolidering av SeaDrill og Carnegie ASA ("Carnegie") at tilbudsprisen i det pliktige tilbudet som SeaDrill fremsatte den 18. september 2006 må reflektere de kjøp av Eastern Drilling-aksjer som Carnegie foretok i perioden fra 6. april 2006 og frem til tilbudsplikten ble utløst 7. september 2006...."

For det annet er vi av den oppfatning at tilbudsprisen i det pliktige tilbudet av 18. september 2006 skulle vært fastsatt til minst NOK 132,706 uavhengig av om det er grunnlag for konsolidering av SeaDrill og Carnegie, og at børsen ikke har anledning til å gi SeaDrill en nedsalgsmulighet dersom det kun foretas en ren overprøving fra børsens side av hva som er korrekt tilbudspris i et pliktig tilbud som allerede er fremsatt...

Videre påklages den del av vedtakets første avsnitt som fastsetter at det kun er de aksjer som Carnegie ervervet i Eastern Drilling den 6. april 2006 som skal anses like med SeaDrill Ltd´s egne aksjer i forhold til reglene om tilbudsplik og tilbudspris etter vphl. §§ 4-5, jf 1-4 nr. 5. Etter vår oppfatning må slik konsolidering i forhold til tilbudspris også gjelde for de hedgingaksjer som Carnegie ervervet i Eastern Drilling fra og med 7. april 2006. Dersom kjøpesummen for noen av disse hedging-aksjene var høyere enn prisen for de hedging-aksjene Carnegie ervervet den 6. april 2006, må tilbudsprisen i SeaDrill´s pliktige tilbud også reflektere de hedging-aksjer Carnegie ervervet etter 6. april 2006."

Nytt tilbud eller nedsalg – konsekvensen av børsens vedtak om konsolidering

Etter klagerens syn har SeaDrill ikke anledning til å trekke det pliktige tilbudet, men er rettslig forpliktet til å gjennomføre dette med korrekt tilbudspris. SeaDrill offentliggjorde gjennom børsmeldinger den 7. og 8. september 2006 at selskapet ville fremsette et pliktig tilbud for de resterende aksjene i Eastern Drilling, uten å spesifisere tilbudsprisen,

og uten at det ble tatt noe forbehold. SeaDrill har gjennom børsmeldingene 7. og 8. september 2006 gitt et ubetinget og bindende løfte til aksjonærene i Eastern Drilling om at de vil fremsette et pliktig tilbud overensstemmende med gjeldende regler. SeaDrill er både verdipapirrettslig og kontraktsrettlig bundet til å gjennomføre dette løftet. Børsstyret omgjorde godkjennelsen av tilbudet, og det fremgår av vedtaket av 25. oktober 2006 punkt 5.2 at konsolideringen av SeaDrill og Carnegie får direkte betydning for hva som er korrekt tilbudspris. Tilbudsprisen skulle etter dette minst ha tilsvart det høyeste vederlag som SeaDrill eller Carnegie har avtalt eller betalt i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte 7. september 2006.

Dersom en tilbyder gir melding om nedsalg, følger det uttrykkelig av § 4-8 tredje ledd at en slik melding kan endres til melding om fremsettelse av tilbud, forutsatt at tilbudet fremmes innen fire uker fra tilbudsplikten inntrådte. En antitetisk tolkning av § 4-8 tredje ledd tilsier at melding om nedsalg som kommer etter at det er gitt melding om at tilbud vil bli fremsatt, ikke fritar tilbyder fra plikten til å fremsette og gjennomføre tilbudet. Juridisk teori og lovens forarbeider støtter også klagernes syn, jf. NOU 1996:2 side 121 og Ot. prp. nr. 28 (1996-97) side 77.

Børsstyret har i sitt vedtak punkt 5.3 vist til at verdipapirhandellovens sanksjonsapparat ved brudd på tilbudsplikten tilsier at det skal være adgang til nedsalg ettersom tvangssalg er den normale sanksjon ved mislighold av tilbudsplikt. Lovens sanksjonsapparat er ikke noe relevant argument ved løsningen av det materielle spørsmålet om tilbyderen fritas for sin tilbudsplikt hvis han foretar nedsalg. Man må skille mellom hva som er de materielle reglene (om tilbyder har plikt til å gjennomføre tilbudet) og hvilke sanksjoner børsen selv har til rådighet for å sikre fullbyrdelse av de materielle reglene.

Dersom børsen hadde hatt korrekte og fullstendige opplysninger om TRS-avtalene da tilbudsprisen ble godkjent, ville børsen ha fastsatt tilbudsprisen til NOK 132,706 per aksje. Men børsen ville ikke hatt anledning til å innrømme SeaDrill noen nedsalgsrett. Det foreligger heller ingen rimelighetshensyn som tilsier noen nedsalgsrett, snarere tvert i mot siden SeaDrill har tilbakeholdt sentrale opplysninger fra børsen og markedet.

De konkrete forhold i saken tilsier også at SeaDrill ikke skal ha anledning til å foreta nedsalg. Aksjonærene i Eastern Drilling har hatt en berettiget forventning om at tilbudsprisen i det pliktige tilbudet ville være i samsvar med gjeldende regler om tilbudspris, hva enn denne måtte vise seg å bli. En eventuell forventning fra aksjonærene om en tilbudspris på kr. 92 per aksje ville vært direkte forårsaket av at SeaDrill og Carnegie har brutt flagge- og meldeplikten for TRS-avtalene og aksjekjøpene. Det er ikke urimelig i denne saken om SeaDrill må gjennomføre det pliktige tilbudet til korrekt tilbudspris. SeaDrill har tatt en bevisst sjanse på at transaksjonene ikke ville bli kjent for markedet og/eller ikke ville få innvirkning på tilbudsprisen. En nedsalgsrett vil innebære at SeaDrill oppnår fordeler av egne regelbrudd. Det er SeaDrill, og ikke aksjonærene i Eastern Drilling, som må bære risikoen for at tilbudsprisen i tilbudet av 18. september 2006 blir justert som følge av børsens vedtak.

SeaDrills argument om at det er aksjonærene i Eastern Drilling per april 2006 som har blitt påført et tap og som eventuelt må reise et privatrettslig søksmål mot SeaDrill, kan ikke være relevant. Så lenge transaksjonene som fant sted i april 2006 er direkte relevant for fastsettelsen av tilbudsprisen i det pliktige tilbudet av 18. september 2006, er det absolutt en adekvat respons å pålegge SeaDrill å gjennomføre dette tilbudet med en riktig tilbudspris.

Klagerne bestrider også SeaDrills argumenter om at det ved nedsalg ikke vil ha skjedd noe kontrollskifte, slik at hensynene bak tilbudspliktreglene ikke taler for at det skal fremsettes noe tilbud. Dersom SeaDrill skulle få gjennomslag for sitt argument, ville en tilbyder på ethvert tidspunkt kunne ombestemme seg mht. å gjennomføre et tilbud, noe som ikke er forenelig med verdipapirhandellovens system, jf. §§ 4-1, 4-8 og 4-9.

I børsstyrets vedtak av 15. november 2006 fremgår det at børsstyret mener at vedtaket om nedsalgsrett uansett er innenfor børsens diskresjonære kompetanse etter vphl. § 4-8 annet ledd. Dette kan ikke være riktig. Børsen kan ikke ha en skjønnsmessig adgang til å beslutte at SeaDrill kan selge aksjer slik at tilbudsplikten i det pliktige tilbudet av 18. september 2006 bortfaller. Det er ikke hjemmel for en slik adgang. Dette vil også være problematisk ut fra et avtalerettslig perspektiv.

Nytt tilbud eller nedsalg – ingen nedsalgsmulighet uavhengig av konsolidering

Subsidiært anføres det at SeaDrill uavhengig av spørsmålet om konsolidering er forpliktet til å oppjustere tilbudsprisen i det pliktige tilbudet til minst NOK 132,706 per aksje. Det vises til verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd, som sier at "*Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte*".

Samtlige transaksjoner som er foretatt mellom SeaDrill og Carnegie er avtalt og gjennomført i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte den 7. september 2006. Inngåelsen av derivatkontraktene og SeaDrills etterfølgende erverv av de underliggende aksjene som sikret kontraktmotpartens eksponering under derivatkontraktene må ses i sammenheng når tilbudsprisen skal fastsettes i denne saken. Det er den reelle økonomiske motytelsen som SeaDrill har betalt som må anses å utgjøre vederlaget etter verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd. Den reelle økonomiske motytelsen er etter klagernes syn summen av den formelle kjøpesummen for aksjene og vederlaget SeaDrill faktisk har betalt for å avvike derivatkontraktene, det vil si det samme som høyeste referansekurs i derivatkontraktene, som er NOK 132, 706 per aksje.

Dersom tilbudsprisen justeres i medhold av dette subsidiære grunnlaget, foreligger det under enhver omstendighet ingen nedsalgsrett for SeaDrill. Børsens begrunnelse om at grunnlaget for tilbudsplikten er et annet enn i det tilbudet som faktisk er fremmet, vil i så fall ikke være relevant. Det anmodes derfor om at børsklagenemnden, dersom den ikke er enig i klagernes prinsipale anførsel ovenfor, behandler det subsidiære grunnlaget og de konsekvenser dette har for spørsmålet om nedsalgsrett.

7. SeaDrill har i hovedsak anført:

Klagen gjelder faktiske forhold og rettsanvendelsen.

7.1 Vedrørende spørsmålet om avvisning av SeaDrills klage

Det bestrides at klagen skal avvises på grunn av fristoversittelse. SeaDrill har overholdt den klagefrist som er fastsatt fra børsens side. Vedtaket ble mottatt den 25. oktober 2006 kl. 18.13, dvs. etter ordinær arbeidstid. Børsen har opplyst at de ville regne vedtaket som mottatt av adressatene den 26. oktober og at klagefristen dermed ville være 9. november 2006. Klagen er fremsatt innen den frist som var avtalt med børsen.

7.2 Sakens realitet

Faktiske forhold

Det har ikke vært noe forpliktende samarbeid mellom SeaDrill og Carnegie. Carnegie hadde ikke noe mandat fra SeaDrill når det gjaldt eiersituasjonen i Eastern Drilling i april 2006. Det har heller ikke foreligget noen andre avtaler, forståelser eller forpliktelser mellom SeaDrill og Carnegie, ut over det som fulgte av TRS-avtalene. Avtalene var standard TRS-avtaler og ble inngått på Carnegies initiativ.

Carnegie hadde kjøpt aksjene som utgjorde deres sikringsposisjoner for egen regning og risiko før TRS-avtalene ble tilbudt SeaDrill. Det ble heller ikke inngått TRS-avtaler på grunnlag av alle aksjene Carnegie hadde kjøpt den 6. april 2006, tvert i mot solgte

Carnegie 70.000 Eastern Drilling-aksjer denne dagen. Dette viser at Carnegie har opptrådt ut fra egne, kommersielle interesser.

SeaDrill hadde og har en så sterk stilling i Eastern Drilling at det ikke fremsto som nødvendig å foreta aktive handlinger for å forpurre et bud fra Ocean Rig.

Det har ikke vært noen forståelse mellom Carnegie og SeaDrill om at sistnevnte skulle erverve aksjene til slutt.

Det er ikke riktig slik børsen legger til grunn at TRS-avtalene ble inngått for å hindre gjennomføringen av Ocean Rigs overtakelsestilbud på Eastern Drilling. TRS-avtalene var rent finansielt motivert. Den første avtalen ble inngått på et tidspunkt hvor det var kunngjort bud fra ikke-navngitte tilbydere. I en slik situasjon er det rasjonelt å ta en finansiell posisjon basert på muligheten for at aksjekursen kan stige videre.

Børsstyret har misforstått de aksjerettslige stemmerettsreglene. Aksjene som var underliggende i TRS-avtalene var ikke "parkert". SeaDrill hadde ingen kontroll eller styring med aksjene i Eastern Drilling. Carnegie hadde på sin side avhendet de fleste av aksjene på utlåns- eller repobasis. Kjøperne av de utlånte aksjene hadde fulle eierbeføyelser over aksjene, og kunne fritt utøve aksjonærrettigheter eller selge dem videre. SeaDrills relative eierandel i Eastern Drilling var følgelig heller ikke endret.

Børsstyret ser også bort fra at det ble inngått en rekke TRS-avtaler i månedene etter at Ocean Rig hadde frafalt sitt bud. Dette harmonerer ikke med børsstyrets vurdering om at avtalene må ha vært motivert av ønsket om å blokkere bud fra Ocean Rig.

Bevisbyrde

Børsstyret har bevisbyrden for at konsolidering skal kunne foretas iht. verdipapirhandelloven § 4-5, jf. § 1-4 nr. 5. I følge forarbeidene til konsolideringsbestemmelsen (NOU 1996:2 side 115) må det foreligge objektive omstendigheter for at konsolidering skal kunne foretas. Børsstyrets vedtak er basert på generelle antakelser av subjektiv karakter om motiver for TRS-avtalene. Børsstyret har ikke oppfylt sin bevisbyrde

Rettslige anførsler

Det faktum børsstyret legger til grunn tilfredsstillende uansett ikke lovens vilkår for konsolidering. Vilkåret i loven er at det må antas å foreligge *"et forpliktende samarbeid ...når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument"*.

Børsstyret har lagt til grunn at SeaDrill og Carnegie *"hadde en felles forståelse om at Easter-aksjene ville bli parkert"*. Av vedtaket fremgår at børsen mener både SeaDrill og Carnegie hver på sin kant forsto at TRS-avtalen kunne gjøre det vanskeligere for Ocean Rig å bli eier av mer enn 50 % av aksjene i Eastern Drilling. Dette er ikke tilstrekkelig til å oppfylle lovens vilkår om forpliktende samarbeid, selv etter den mest vidstrakte forståelse av lovens ordlyd.

Loven krever videre at det forpliktende samarbeidet skal gjelde *"å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument"*. Børsstyret gjør ikke en gang forsøk på å påvise noe samarbeid om utøvelse av aksjonærrettigheter. Spekulasjoner om at Carnegies manglende egeninteresse i aksjen må antas å kunne erstattes av lojalitet til avtalemotparten/kunden, har ingen forankring i konkrete omstendigheter, og er uansett irrelevante siden Carnegie hadde avhendet aksjene gjennom utlån/repo-salg.

Børsstyrets rettsanvendelse harmonerer heller ikke med øvrige rettskilder, verken forarbeidene til verdipapirhandelloven, juridisk litteratur eller praksis fra børsen og børsklagenemnden.

Nedsalgsrett

De andre partene i saken har påklaget den delen av børsens vedtak der SeaDrill tillates å selge seg ned under 40 % eierandel i Eastern Drilling som alternativ til å fremme et nytt pliktig tilbud. Etter SeaDrills oppfatning er nedsalgsretten i behold. I klagen punkt 5 fremgår om dette:

“Lovens hovedregel er at en erverver som passerer 40 % kan velge mellom å fremsette pliktig tilbud eller å selge seg ned. Denne valgfriheten har sin åpenbare bakgrunn i de hensyn som ligger til grunn for tilbudsplikten: Hvis erververen selger seg ned under tilbudspliktgrensen, foreligger det ikke noe kontrollskifte, og det er derfor ingen grunn til å oppstille krav om at det må fremsettes et bud.

Lovens sanksjonsapparat er også tilpasset dette: Hovedsanksjonen for manglende fremsettelse av tilbud er tvangssalg av de aksjene en kjøper eier utover tilbudspliktgrensen.”

Motpartenes anførsler om at en antitetisk tolkning av § 4-8 innebærer at SeaDrill ikke har adgang til nedsalg, bestrides. Situasjonen i nærværende sak er en annen enn den som reguleres av § 4-8. Dersom det endelige resultatet av klagebehandlingen i saken blir at børsens vedtak stadfestes, vil resultatet bli at godkjenningen av det opprinnelige tilbudet er bortfalt. SeaDrill må da enten fremsette nytt pliktig tilbud eller selge seg ned. Lovens hovedregel i § 4-1 første ledd må gjelde. Dette er også lagt til grunn i praksis fra Oslo Børs, jf. for eksempel punkt 6.1.4 i Vedtak og uttalelser 2004.

En avskjæring av muligheten for nedsalg vil innebære en uholdbar risiko for alle som passerer tilbudspliktgrensen.

Innrettelseshensyn kan ikke tilsi at nedsalgsretten skal ha falt bort, slik motpartene har anført. Markedet har ikke hatt noen legitim forventning om bud til kurs NOK 132 per aksje, verken før eller etter at det ble gitt melding om TRS-avtalene.

Aksjonærsammensetningen må også antas å ha endret seg vesentlig mellom april og november/desember 2006. Et pliktig tilbud nå vil derfor ikke reparere “tapet”. Den adekvate responsen ville i stedet være et privatrettslig erstatningssøksmål fra aksjonærene.

Argumentene til motpartene er i realiteten at SeaDrill bør nektes nedsalgsrett som en straff for det angivelige brudd på meldeplikten, noe som åpenbart er uholdbart. Hvorvidt SeaDrill har brutt sin meldeplikt da TRS-avtalene ble inngått, er til behandling i en separat sak, der bot etter verdipapirhandeloven § 14-3 er en mulig sanksjon dersom utfallet blir at meldeplikten er brutt.

8. Børsklagenemndens merknader

I. Oversittelse av klagefrist.

Eastern Drilling m. fl. og Cheyne m. fl. har anført at Sea Drills klage ble fremsatt for sent og således skal avvises. SeaDrill og børsstyret mener klagen ble fremsatt i tide.

Det er på det rene at underretningen om børsstyrets vedtak ble sendt fra børsen onsdag 25. oktober via e-post klokken 18.13 til Advokatfirmaet Wiersholm. Det er ikke bestridt at e-posten kom frem. Advokat Lind var imidlertid ikke på kontoret på dette tidspunktet, men ble senere på kvelden gitt muntlig underretning om vedtaket. På forespørsel fra advokat Lind, svarte børsen at den ville regne vedtaket som mottatt torsdag 26. oktober, og at klagefristen dermed utløp torsdag 9. november.

For klagebehandlingen i børsklagenemnden gjelder forvaltningsloven kap VI med de endringer og tillegg som fremgår av børsforskriften. I henhold til børsforskriften § 26-6 annet ledd første punktum er klagefristen to uker. Klagefristen skal regnes fra vedtaket

er kommet frem til vedkommende part, jf forvaltningsloven (fvl) § 29. Det foreligger intet krav om at en part har sett vedtaket for at klagefristen skal begynne å løpe. Etter fvl. § 30 siste punktum regnes fristen overensstemmende med reglene i domstolloven §§ 148 og 149. Iht. domstolloven § 148 løper fristen ut på den dag som etter sitt navn svarer til den dag da fristen begynte å løpe.

Etter børsklagenemndens syn gikk fristen for å fremsette en klage ut ved midnatt onsdag 8. november. Klagen kom imidlertid først frem til Oslo Børs på e-post torsdag 9. november klokken 17.21. Det var etter fristens utløp. At børsen på forespørsel opplyste hva børsen mente var riktig beregning av klagefristen, kan ikke få noen betydning for fristens lengde. Meddelelsen fra børsen om at fristen utløp 9. november, ga uttrykk for børsens forståelse av reglene. Den innebar ikke at børsen gjorde unntak fra fristbestemmelsen slik den, når særlige grunner foreligger, kan gjøre, jf børsforskriften § 26-3 åttende ledd første setning. Det er heller ikke påberopt at det foreligger særlige grunner som tilsier fristforlengelse. Noen adgang til fritt å avtale en annen klagefrist enn den børsforskriften foreskriver, har børsen ikke.

I henhold til fvl § 31 kan klagen tas under behandling selv om klagefristen er oversittet dersom klageren ikke kan lastes for fristforsømmelsen eller det av særlige grunner er rimelig at klagen blir prøvd. Det er ikke noe vilkår at det er fremmet noen formell søknad eller begjæring om oppreisning for fristoversittelse, jf. Ot. prp. nr. 3 (1976-77) kapittel 5 under de særskilte merknadene til endringene i fvl. § 31.

I dette tilfellet kom vedtaket frem etter kontortidens slutt ved at det ble sendt på e-post. Det er på det rene at de fristbestemmelser som gjelder er skrevet før e-postens tid og ikke tar i betraktning elektronisk kommunikasjon. Det kan således være tvil om hvordan fristbestemmelsene i disse tilfellene er å forstå. Klager tok raskt kontakt med børsen for å skaffe seg rede på hvordan fristen i et tilfelle som dette skulle beregnes, og valgte å stole på svaret man fikk der. Fristoversittelsen er etter dette ikke forsettlig, og det faktum at vedtaket ble sendt elektronisk etter kontortidens slutt og at børsen opplyste at den ville legge til grunn at fristen først gikk ut 9. november, mener børsklagenemnden er slik særlig grunn som gjør det rimelig at klagen blir prøvd. Saken må også anses å ha stor betydning for klageren. Etter børsklagenemndens syn er vilkårene for å ta klagen under behandling oppfylt både etter fvl. § 31 første ledd bokstav a) og bokstav b). Børsklagenemnden ser det videre slik at en endring av vedtaket ikke kan medføre en skade eller ulempe for andre i denne saken som gjør at klagen ikke bør tas under behandling, jf. fvl. § 31 annet ledd. Børsstyrets vedtak var allerede påklaget gjennom to andre klager innen klagefristens utløp. Ingen av de øvrige partene i saken kan anses å ha innrettet seg etter børsens vedtak før SeaDrills klage på en slik måte at det innebærer skade eller ulempe for disse om klagen tas under behandling.

Børsklagenemnden tar etter dette klagen til behandling.

II. Sakens realitet

Konsolidering

Det rettslige utgangspunkt er at aksjer som eies eller erverves av en aksjeeiers nærstående, skal regnes like med aksjeeierens aksjer i forhold til reglene om tilbudsplikt, jf vphl § 4-5 første ledd. En aksjeeiers "nærstående" vil blant annet etter vphl § 1-4 nr 5 også være "noen som det må antas at vedkommende har et "forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument" (nemndens kursivering).

Det avgjørende for om konsolidering skal foretas, er om partene har hatt et slikt "forpliktende samarbeid" som loven viser til. Det foreligger ingen rettspraksis om hvordan begrepet skal forstås og forarbeidene til bestemmelsen inneholder ikke mer enn generelle drøftelser.

I vedtaket av 25. oktober 2006 har børsstyret gitt en oversikt over lovbestemmelser, forarbeider og forvaltningspraksis knyttet til fortolkningen av begrepet, og børsklagenemnden viser til denne.

EU-direktiv nr 2004/25EF om overtakelsestilbud skal i henhold til direktivets art 21 være gjennomført i den nasjonale lovgivning innen 20. mai 2006. Norge har imidlertid foreløpig ikke implementert direktivet i norsk rett. Direktivets art 2 har følgende ordlyd i dansk oversettelse:

Artikel 2 Definitioner

(1) I dette direktiv forstås ved:

.....

d) "personer, der handler i forståelse med andre": fysiske eller juridiske personer, som samarbejder med tilbudsgiveren eller målselskabet i henhold til aftale, der kan være udtrykkelig eller stiltiende, muntlig eller skriftlig, og som tager sigte på at opnå kontrol med målselskabet eller at lægge hindringer i vejen for tilbuddet"

I følge NOU 2005:17 punkt 5.4 er art 2 i samsvar med norsk rett. Utvalget som har utredet behovet for lovendringer som følge av ovennevnte direktiv, har således lagt til grunn at direktivet ikke krever endringer i norsk rett på dette punkt. Dette må anses å være et relevant moment i den helhetsvurderingen som må foretas ved forståelsen av gjeldende regler i verdipapirhandelloven.

Børsklagenemnden la i sak Orkla ASA / Nordstjernen (sak 1/2003) til grunn at man ved fortolkningen av "forpliktende samarbeid" er henvist til å ta utgangspunkt i det som er formålet med konsolideringsplikten for "nærstående", nemlig å regulere situasjoner der flere rettssubjekter har kontroll i et selskap på en slik måte at de reelt må anses å opptre som en enkelt eier. Børsklagenemnden la videre til grunn at det ikke er nødvendig med noen avtale, og at kravet om "forpliktende samarbeid" ikke medfører at det må foreligge en rettslig forpliktelse. Det er tilstrekkelig med sterke bindinger og omstendigheter som gjør at forholdet må likestilles med en avtale. Denne forståelsen er overensstemmende med EUs direktiv gjengitt over.

Som børsstyret legger børsklagenemnden til grunn at det ikke er sannsynliggjort at SeaDrill og Carnegie ved inngåelsen av TRS-avtalene hadde en felles forståelse om at SeaDrill skulle kjøpe Eastern Drilling aksjene ved avtalenes utløp. Likeledes legges det til grunn at TRS-avtalene ble til etter initiativ fra Carnegie, basert på aksjer Carnegie allerede hadde kjøpt for egen regning og risiko. Det er heller ingen uttrykt plikt til å erverve aksjer under TRS-avtalene. Spørsmålet blir etter dette om det må anses å ha foreligget en gjensidig forståelse om bruk av aksjonærrettigheter. I så fall blir konsolideringsbestemmelsen aktuell selv om avtalene ikke inneholder uttrykkelige bindinger om bruk av aksjonærrettigheter.

Carnegie hadde i avtaleperioden ingen kursinteresse i Eastern Drilling-aksjene. Den lå hos Seadrill. Imidlertid er det praksis i markedet at selger av risikoen i slike avtaler kjøper aksjer for å sikre sin kursrisiko. TRS-avtalene i nærværende sak er da også basert på en kurs som fullt ut reflekterer kostprisen for hedgeaksjene. Også ved avviklingen av hedgen vil de faktiske salgskursene føres videre på kjøper fullt ut.

Børsklagenemnden legger til grunn at det normalt ikke stemmes for hedgeaksjer under TRS-avtaler, selv om det formelt ikke er noe i veien for dette. Det er ikke opplyst at Carnegie skulle stemme for aksjene. En vesentlig del av hedgeaksjene var disponert videre av Carnegie gjennom utlån- og repoforretninger som ga Carnegie aksjene tilbake ved TRS-avtalenes utløp. Det er ikke opplyst at utlån- og repoavtalene vil overføre aksjonærbeføyelsene til andre. Man kan altså ikke slutte at Carnegie eller andre ville

stemme med SeaDrill eller gi SeaDrill fullmakt til å stemme for sine aksjer i en eventuell sak der det hadde vært viktig for SeaDrill. For Carnegie var dette en finansiell operasjon og betalt som sådan. Carnegies hedgeaksjer var ikke disponert videre 6. og 7. april da SeaDrills dominans i Eastern Drilling ble utfordret av Ocean Rig.

Aksjene omfattet av TRS-avtalene var dermed effektivt parkert, og det må legges til grunn at begge parter med sin erfaring i verdipapirhandelmarkedet var klar over at TRS-avtalene nettopp ville føre til dette. Virkningen av at Eastern Drilling-aksjene ble parkert var at ingen i praksis ville utøve stemmerett for aksjene, og dette ville igjen øke SeaDrills relative innflytelse i Eastern Drilling.

TRS-avtalene ble inngått på et tidspunkt da Ocean Rig søkte å erverve femti prosent av aksjene i Eastern Drilling. SeaDrill hadde på dette tidspunkt en svært dominerende rolle i selskapet med 39,75%, men posisjonen var ikke sikker. Ocean Rigs bud kunne ikke forhindres ved erverv av aksjer for SeaDrills del uten å utløse tilbudsplikt.

Samtidig med at de første TRS-avtalene ble inngått, kjøpte Carnegie aksjer til høyere kurser. Dette vanskeliggjorde Ocean Rigs erverv av aksjer. Da SeaDrill ble tilbudt TRS-avtalen var selskapet klar over at Carnegie hadde kjøpt hedgeaksjene. Om SeaDrill ikke hadde inngått avtalen selskapet ble tilbudt, måtte det regne med at Carnegie ville selge dem til Ocean Rig eller en annen som også ønsket kontroll over selskapet. Det kan ikke være noen tvil om at Carnegie forsto formålet med Seadrills aksept av TRS-tilbudet.

Aksepten av Carnegies tilbud skjedde på et tidspunkt da aksjekursen på Eastern Drilling var på sitt høyeste noensinne. For SeaDrill, som dominerende aksjonær med TRS-avtaler i tillegg, må det på dette tidspunkt ha vært lite sannsynlig at kursen skulle videre opp på kort sikt. Det har på denne bakgrunn enhver formodning mot seg at aksepten var finansielt motivert ut fra at SeaDrill anså aksjene i Eastern Drilling for underpriset. At initiativet til transaksjonene ble tatt av Carnegie, og at Carnegie i utgangspunktet hadde kjøpt aksjene for egen regning og risiko har ingen betydning for SeaDrills motivasjon for å gå inn i transaksjonen og heller ikke for den faktiske effekten av avtalene.

Selv om TRS-avtalene bare var av noen måneders varighet, ble de rullert. Dette forhold har betydning. Carnegie unnlot å flagge sine erverv av hedgeaksjer etter vphl § 3-1 selv om de eide/hadde rett til å erverve aksjer for mer enn 10 %. Carnegie unnlot også å melde TRS-transaksjonene til børsen på tross av plikt til dette i henhold til forskrift av 20. januar 1999 nr 26. Rettidig flaggmelding fra Carnegie ville gjort kjent at selskapet hadde en eierpost som kunne være av betydning for eventuelle oppkjøpstilbud i Eastern Drilling, mens melding etter forskriften av januar 1999 ville gitt markedet informasjon om at slike avtaler forelå og til hvilke kurser. Markedsaktørene hadde uten slik kunnskap ingen foranledning til å reagere eller ta forholdet opp med børsen. Brudd på opplysningsplikten er et ytterligere forhold som underbygger at partene har hatt en felles forståelse. Iht børsen unnlot SeaDrill å melde samtlige TRS-avtaler til børsen til tross for at de på grunn av sitt eierskap i Eastern Drilling var representert i styret og derved var meldepliktige etter vphl § 3-1. SeaDrill har bestridt at meldeplikten er brutt. Det er ikke nødvendig for børsklagenemnden å ta stilling til spørsmålet, da tilstrekkelig informasjon uansett ville foreligget dersom Carnegie hadde oppfylt sin informasjonsplikt.

Børsklagenemnden mener at de ovennevnte forhold viser at Seadrill og Carnegie ved avtaleinngåelsen 6. april hadde en felles forståelse om at Eastern Drilling-aksjene ville bli parkert, og at dette ville vanskeliggjøre Ocean Rigs tilbud på Eastern Drilling.

Avtalene varte bare i noen måneder, og det er reist spørsmål om dette er for kortvarig samarbeid til å foranledige konsolidering. Selv om det er den langvarige, gjensidige forståelsen og opptreden som i utgangspunktet vil omfattes, vil etter børsklagenemndens syn også kortsiktig samarbeid kunne lede til konsolidering. NOU 1996:2 åpner for dette, og formålet med tilbudspliktsreglene gjør også at mer kortvarige former for samarbeid

om å forhindre eller vanskeliggjøre at en tredjepart oppnår kontroll i et målselskap, kan foranledige konsolidering.

Børsklagenemnden er kommet til at det skal foretas konsolidering av SeaDrill og Carnegie i nærværende sak. Børsstyrets vedtak opprettholdes derfor på dette punkt.

Nytt tilbud eller nedsalg.

Børsstyret kom til at SeaDrill kan velge om selskapet vil fremsette nytt tilbud eller selge seg ned under tilbudsplikten. Klagerne Cheyne m.fl. og Eastern Drilling m.fl. hevder at nedsalgsalternativet er bortfalt, mens SeaDrill mener det er i behold.

SeaDrill offentliggjorde gjennom børsmelding den 7. september 2006 at de hadde kjøpt aksjer i Eastern Drilling og økt sin aksjeholdning til 40,05%. I samme melding ble det opplyst at SeaDrill ville fremsette tilbud om kjøp av de øvrige aksjer i selskapet. Det ble ikke gitt opplysninger om tilbudspris. I ny børsmelding dagen etter ble det opplyst at SeaDrill hadde kjøpt ytterligere aksjer og nå var oppe i 60,43% av aksjene i selskapet. Det ble gjentatt i samme melding at SeaDrill ville fremsette tilbud om kjøp av de øvrige aksjer. Heller ikke nå ble det gitt noen tilbudspris.

I tilbudsdocumentet til børsen som ble godkjent 17. september 2006 er prisen som tilbys de øvrige aksjonærer satt til kr 92. Børsens vedtak ble påklaget 10. oktober 2006. Børsen fastslo at prisen på kr 92 ikke reflekterer at de aksjer som ble ervervet av Carnegie 6. april skulle anses like med SeaDrills egne aksjer i forhold til reglene om tilbudsplikt og tilbudspris etter vphl §§ 4-5 jf 1-4 nr. 5 og opphevet godkjenningen.

Det må etter børsklagenemndens syn anses å følge av loven at konsolideringen av SeaDrill og Carnegie er avgjørende for hva som ville vært korrekt tilbudspris i det tilbudet som ble godkjent av børsen 17. september. Vphl. § 4-5 om konsolidering sier at "I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-4". "Reglene om tilbudsplikt" må også anses å omfatte tilbudspris under pliktige tilbud. Tilbudsprisen skulle etter børsklagenemndens syn derfor ha tilsvart det høyeste vederlag som SeaDrill eller Carnegie har avtalt eller betalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte den 7. september 2006, jf vphl § 4-10 tredje ledd.

Lovens hovedregel er at en aksjeeier, når han blir eier av aksjer som representerer mer enn 40% av stemmene i et norsk børsnotert selskap, kan velge om han vil gi tilbud på de øvrige aksjene, eller om han vil selge seg ned innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte, jf vphl §§ 4-1 jf 4-8 og 4-9. Erververen skal straks gi melding om sitt valg, jf § 4-8 første ledd. Det er på det rene at SeaDrill ved to anledninger ga melding om at selskapet ville fremsette tilbud om kjøp av de øvrige aksjene.

I henhold til vphl § 4-8 tredje ledd kan en melding om salg endres til melding om fremsettelse av tilbud. Bestemmelsen sier derimot ikke at en melding om fremsettelse av tilbud kan endres til en melding om salg. En antitetisk fortolkning av bestemmelsen leder til at en slik mulighet ikke foreligger. Bordet fanger. Er det først gitt en melding om at et tilbud vil bli fremsatt, kan ikke tilbyder gå tilbake på dette. De gjenværende minoritetsaksjonærene har fått et løfte uten forbehold og betingelser om tilbud om kjøp av sine aksjer til en pris som er minst like høy som tilbyderen har betalt eller avtalt i de siste 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte, jf § 4-10 tredje ledd. Dette er løftegiver bundet av.

Fra NOU 1996:2 side 121 hitsettes:

"Dersom det ikke fremsettes tilbud i samsvar med meldingen, legger utvalget til grunn at børsen normalt må benytte de sanksjonsmuligheter som foreligger for å tvinge frem et tilbud. Utvalget viser til at melding om at tilbud vil bli fremsatt i en

viss grad kan sees som et tredjemannsløfte som gir de øvrige aksjonærene en berettiget forventning om at de vil gis rett til å få solgt sine aksjer. Markedet vil innrette seg etter meldingen med de følger dette kan få for aksjekursen. Det er derfor utvalgets syn at tilbyder ikke skal kunne trekke seg etter at det er gitt melding om at tilbud vil fremsettes. Utvalget er oppmerksom på at det i praksis kan oppstå særlige tilfeller, der både rimelighetshensyn overfor tilbyder og hensynet til minoritetsaksjonærene, kan tilsa at det gis anledning til nedsalg selv om det er gitt melding om at tilbud vil fremsettes. Utvalget antar at slike særlige tilfeller vil finne sin løsning gjennom børsens praksis."

Når en melding om fremsettelse av tilbud ikke kan omgjøres til en melding om nedsalg, kan et pliktig tilbud fremsatt i henhold til meldingen heller ikke trekkes. Dette gjelder selv om børsen har omgjort sin godkjennelse av tilbudsprisen. Tilbudsplikten består, men tilbudsprisen må endres slik at den blir i overensstemmelse med kravene i vphl § 4-10 fjerde og femte ledd. Dersom tilbudsprisen som følge av børsens kontroll etter vphl § 4-14 blir høyere enn tilbyderen har forventet, er den tilbudspiktige likevel bundet av meldingen etter vphl § 4-8 om fremsettelse av tilbud. Dette innebærer en viss risiko for tilbyderen, men den er ikke særlig stor, ettersom det må legges til grunn at tilbyderen har kunnskap om de forhold som begrunner tilbudsprisen. Følgelig bør resultatet av børsens kontroll ikke være overraskende for tilbyderen. Ved eventuell uenighet om tilbudsprisen, kan ikke tilbyderen trekke budet, men han kan påklage børsens avgjørelse.

Dersom børsen hadde hatt korrekte og fullstendige opplysninger om TRS-avtalene da tilbudsprisen ble godkjent, ville børsen ha fastsatt tilbudsprisen til NOK 132,706 per aksje. Men børsen ville ikke hatt anledning til å innrømme SeaDrill noen nedsalgsrett. Det foreligger heller ingen rimelighetshensyn som tilsier noen nedsalgsrett. Det er børsklagenemndens oppfatning at det ble tilbakeholdt vesentlige opplysninger om TRS-avtalene, de faktiske forhold som ga grunnlag for konsolidering, og prisen som Carnegie hadde betalt innenfor 6 måneders perioden. SeaDrill var selvfølgelig kjent med prisen og transaksjonene. Det er således ikke urimelig at SeaDrill må gjennomføre det pliktige tilbudet til korrekt pris.

Etter børsklagenemndens syn kan en tilbyder ikke selge seg ned slik at tilbudsplikten bortfaller etter at det er gitt melding om og fremsatt tilbud om kjøp. Dette er i overensstemmelse med lovens forarbeider, og teori. En nedsalgsrett i dette konkrete tilfellet ville innebære at SeaDrill oppnår fordeler av at børsen og markedet ikke hadde fullstendig informasjon.

Børsklagenemnden peker for øvrig på at EUs Take-over direktiv art 5.1 pålegger statene å etablere et minoritetsvern i form av tilbudsplikt for aksjene i målselskapet. Direktivet hjemler ikke noe generelt unntak fra tilbudsplikten for de tilfeller der den tilbudspiktige etter tilbudsplikstens inntreden frivillig reduserer aksjebeholdningen til under tilbudspliktsgrensen. Begrunnelsen er at et slikt generelt unntak kan gjøre tilbudspliktreglene og minoritetsvernet ineffektivt i en oppkjøpssituasjon. Det åpner for at to eller flere aksjonærer kan samarbeide om å blokkere et bud fra tredjepart uten at det får andre konsekvenser enn at de etter at det konkurrerende tilbudet er nedkjempet må selge seg ned til under tilbudsgrensen. For minoritetsaksjonærene innebærer dette at de har mistet muligheten til å selge sine aksjer til en budgiver uten at de aksjonærene som blokkerte budet plikter å fremsette et tilbud i henhold til vphl § 4-10 fjerde ledd. I forslaget til implementering av take-over-direktivet er det foreslått å beholde de gjeldende regler om nedsalg for så vidt gjelder de bestemmelser som er relevante i denne sammenhengen, og som må antas å være i overensstemmelse med direktivet, jf NOU 2006:17.

Børsstyrets argument om at vedtaket om konsolidering leder til et nytt grunnlag for tilbudsplikten kan ikke være korrekt. Etter børsklagenemndens oppfatning oppstår tilbudsplikten på det tidspunkt tilbudspliktsgrensen på 40 % krysses på konsolidert grunnlag. Dette fremgår av ordlyden i vphl § 4-5 første ledd, jf § 4-1 ved at aksjer som

eies eller erverves av en nærstående som nevnt i § 1-4 i relasjon til tilbudspliktreglene skal regnes like med tilbudsgivers egne aksjer. Dette gjelder også i relasjon til meldeplikten etter vphl § 4-8. Meldeplikten oppstår således uavhengig av børsens vedtak om konsolidering etter § 4-5 annet ledd. Denne bestemmelsen tillegger børsen kompetanse til å avgjøre om det skal foretas konsolidering. Det kan ikke være slik at tilbudsplikt på konsolidert basis bare oppstår dersom grunnlaget for konsolideringen blir oppdaget og børsen treffer vedtak. Meldeplikten oppstod således på konsolidert basis 6. april 2006. Fra Bechmann m. fl. Verdipapirhandelloven, Kommentirutgave s 291 hitsettes:

"Bestemmelsen kan ikke forstås slik at en aksjonær som er tilbudspliktig på grunnlag av konsolidering, skal kunne avvente å sende melding etter § 4-8 eller unnlate å fremsette tilbud under henvisning til at børsen først må treffe vedtak om konsolidering."

Børsstyret har, som et argument for å tillate nedsalg, vist til at SeaDrills melding bare skapte en forventning hos aksjonærene om en tilbudspris på kr 92 per aksje. Faktum er imidlertid at meldingen som ble gitt fra SeaDrill ikke nevnte noen pris og ikke skapte noen forventning om en bestemt tilbudspris. Aksjonærene har selvsagt hatt en forventning om at det ville bli fremsatt en tilbudspris i samsvar med vphl § 4-10 fjerde ledd.

Konklusjonen blir etter dette at SeaDrill ikke har noen nedsalgsrett, men plikter å sette frem et nytt tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i Eastern Drilling med en pris som er i samsvar med vphl. § 4-10 fjerde ledd. Børsklagenemnden fastsetter ikke tilbudsprisen. Rentekravet må tas stilling til i forbindelse med fastsettelse av ny tilbudspris.

Børsklagenemnden traff etter dette slikt enstemmig

vedtak:

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

6.1.4 Seadrill/Eastern Drilling – tilbudspris (brev av 08.01.2007)

Det vises til Deres brev av 5. og 8. januar d.å. der det er redegjort for hva De anser som rett tilbudspris i forbindelse med pliktig tilbud fra Seadrill Limited (Seadrill) på utestående aksjer i Eastern Drilling ASA (Eastern Drilling).

1 Godkjennelsesprosessen

I det følgende er det redegjort for Oslo Børs' vurderinger av spørsmålet om tilbudspris og rentekompensasjon. Vi forstår Deres brev som en forespørsel som ledd i forberedelsen av et pliktig tilbud, og ikke som en endelig anmodning om godkjenning av pliktig tilbud basert på den pris som der er angitt. Vår tilbakemelding er således ikke et vedtak som kan påklages. Først når De fremmer tilbudet for endelig godkjenning etter verdipapirhandelloven (vphl.) § 4-13 vil børsen kunne treffe vedtak om godkjenning, eventuelt ikke-godkjenning av tilbudet. Foreleggelse av selve tilbudsdokumentet vil eventuelt kunne avventes. Et vedtak fra børsen om tilbudspris vil kunne påklages til børsklagenemnden etter reglene i børsforskriften kapittel 26.

Børsen vil i sin behandling av saken måtte legge til grunn børsklagenemndens vedtak også for det spørsmål hvor dette avviker fra børsens egen oppfatning. Vi finner grunn til

å presisere at børsens godkjenning etter vphl. § 4-14 bare kan finne sted dersom tilbudsprisen oppfyller kravet i vphl. § 4-10 fjerde ledd. Lovens system er derved ikke at det "etableres [en] felles forståelse mellom Seadrill og Oslo Børs om tilbudsprisens størrelse", jf. Deres brev.

Børsklagenemndens vedtak (Vedtaket) forelå 12. desember 2006. Vi har i en melding på våre nettsider 14. desember 2006 redegjort for prosessen etter børsklagenemndens avgjørelse. Vi mottok ingen kommentarer fra Seadrill da meldingen ble forelagt selskapet før offentliggjøring. Vi påpekte i vår e-post 20. desember 2006 til advokat Lind at selv om børsen vil behandle tilbudet og tilbudsdokumentet så raskt som mulig innen hva som anses som forsvarlig saksbehandling, bærer Seadrill risikoen for eventuelle ulemper som måtte følge av at fristen oversittes. Når fristen for å fremsette tilbud utløper 9. januar 2006 vil børsen av hensyn til markedet måtte offentliggjøre en melding om status for godkjenningprosessen. Børsens eventuelle bruk av løpende mulkt vil avhenge av forventet fremdrift fra Deres side. Utkast til melding vil bli forelagt Dem for eventuelle kommentarer før offentliggjøring. Eventuell bruk av løpende mulkt vil bli forhåndsvarslet særskilt.

Vi har også mottatt innspill vedrørende tilbudsprisspørsmålet fra klagere over børsens vedtak om tilbudsplikt; DLA Piper Norway på vegne av Cheney m fl. i brev 21. desember 2006 og fra Wikborg, Rein & Co på vegne av Eastern Drilling m fl. 5. januar 2007. Innspillene er basert på de problemstillinger som har fremkommet i prosessen så langt, nevnt i børsens melding av 14. desember 2006, og oversendt Seadrill den 8. januar.

2 Anførsler i Seadrills brev av 5. januar

Seadrill er i følge brevet uenig i faktum og lovanvendelsen i Vedtaket. Seadrill har til hensikt å prøve Vedtaket for domstolene, men vil uten å akseptere Vedtaket, søke å avbøte en uheldig situasjon for Eastern Drilling og dets eiere ved å fremsette et pliktig tilbud. En forutsetning er likevel at Seadrill og Oslo Børs kan bli enige om hva som er rett tilbudspris.

I følge Seadrill er det første erverv etter konsolideringen av Seadrill og Carnegie den 6. april 2006 som utløse tilbudsplikt. Carnegie har senere solgt sine Eastern Drilling-aksjer til Seadrill, og det legges til grunn at tilbudsplikt for Carnegie ikke er aktuelt. Videre fremgår det:

"Den paradoksale konsekvens av dette blir da at Carnegie, som var den aktivt handlende part i "gruppen"... ikke rammes av noen konsekvens... Seadrill, som ikke har tatt noe initiativ til erverv av aksjer i Eastern før selskapet i god tro kjøpte seg over 40%-grensen 5 måneder senere, pålegges imidlertid å gjennomføre et nytt pliktig tilbud..."

Av brevet følger at den høyeste kurs betalt av Carnegie for Eastern Drilling-aksjen i den aktuelle perioden er kr. 135. Seadrill på sin side har ikke betalt mer enn kr. 92 pr. aksje. Seadrill hadde umiddelbart solgt seg ned dersom en konsolidering og tilhørende usikkerhet om tilbudspris var et mulig utfall.

Seadrill fremhever i brevet at spørsmålet om flagging og melding av aksjehandlene er uavklart og omtvistet. Dersom Seadrill på tidspunktet for TRS-avtalene var kjent med børsens syn, ville Seadrill solgt seg ned under tilbudspliktsgrensen.

Den 7. juni 2006 gjennomførte Eastern Drilling en emisjon der Seadrill opprettholdt sin eierandel på 39,75 %. Aksjeinnskuddet i emisjonen var kr. 90 pr. aksje.

Med hensyn til tilbudspris synes Seadrill å legge til grunn at kr. 135 pr. aksje er utgangspunktet, likevel slik at det må ses hen til emisjonen i juni der Seadrill betalte kr. 90 pr. aksje. I brevet heter det:

"Etter Seadrills syn må den nye tilbudsprisen hensynta kapitalutvidelsen som Eastern gjennomførte i juni 2006 (i praksis ble denne gjennomført i to steg...). Etter Seadrills oppfatning gir den ingen mening – verken etter hensynene bak tilbudspliktsreglene eller etter sunn fornuft – å pålegge selskapet å gi et pliktig tilbud om å erverve aksjer i Eastern tegnet til NOK 90,- for NOK 135,-"

Seadrill viser til at kursen på Eastern Drilling som utgangspunkt ikke har ligget over NOK 90 pr. aksje i perioden fra kapitalutvidelsen til utløsning av Seadrills tilbudsplikt.

I følge Seadrill adresserer ikke verdipapirhandelloven spørsmålet om det skal tas hensyn til en kapitalutvidelse (på slike premisser) ved fastsetting av tilbudspris. Det er vist til vphl. § 4-17 som illustrasjon på lovgivers oppmerksomhet på urimelige utslag en kapitalutvidelse kan gi i tilbudspliktsituasjoner.

Seadrill oppsummerer sitt syn på hva som er rett tilbudspris slik:

"Etter Seadrills oppfatning vil den naturlige tilnærmingen til- og konsekvens av dette, være at det samlede verditap på NOK 45,- per aksje som kapitalutvidelsen representerer i forhold til et utgangspunkt for tilbudsprisen (NOK 135-NOK 90), skal fordeles på alle de utestående aksjene i Eastern."

Dette gir i følge Seadrill en tilbudspris pr. aksje som er kr. 177,14. Prisen er regnet ut slik:

"Samlet verditap, 13.333.333 x NOK 45 = NOK 600 millioner, som må fordeles på 33.594.003 utestående aksjer = NOK 17,86 pr. aksje som må komme i fratregk. Justert tilbudspris med utgangspunkt i NOK 135 blir etter dette NOK 117,14 per aksje."

Det er i brevet anført at loven ikke hjemler ilegging av forsinkelsesrente eller annen justering, noe som heller ikke har vært gjort i praksis.

Seadrill har i brev av 8. januar utdypet sine anførsler i brevet av 5. januar. Etter det børsen kan se er den vesentligste presiseringen fra Seadrills side at vphl. § 4-5 første ledd ikke regulerer tilbudspris der tilbudsplikt konstateres for en konsolidert gruppe:

"Etter vår oppfatning sier Vphl. § 4-5, jfr. § 4-1, noe om når konsolidering kan finne sted og tilbudsplikt utløses. Den sier imidlertid intet om tilbudspris. Pris-spørsmålet er behandlet i § 4-10 4. ledd. Det er intet grunnlag i verken lovtekst eller forarbeider for å sette likhetstegn mellom "tilbudsplikt" og "tilbudspris"."

3 Oslo Børs' vurderinger

3.1 Tilbudspris

3.1.1 Tidspunkt for tilbudsplikt

Tilbudsplikt utløses som hovedregel ved "erwerb" av aksjer, jf. vphl. § 4-1 første ledd. Det er klart at konsolidering i seg selv ikke utløser tilbudsplikt, jf. f. eks NOU 1996: 2 (Verdipapirhandel) side 117. Inngåelse av den første TRS-avtalen mellom Carnegie og Seadrill den 6. april 2006, utløste derved ikke tilbudsplikt. Oslo Børs legger i likhet med Seadrill til grunn at tilbudsplikten ble utløst ved første erwerb av Eastern Drilling-aksjen etter avtaleinngåelsen, jf. vphl. §§ 4-6 første ledd og 4-5. Det er klart at Carnegie foretok erwerb av Eastern Drilling-aksjer den 7. april 2006.

3.1.2 Hovedregelen om tilbudspris, herunder erwerb foretatt av konsoliderte parter

Vphl. § 4-10 fjerde ledd fastslår følgene om tilbudspris:

"Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Dersom det er klart at markedskursen når tilbudsplikten inntrer er høyere enn den pris som følger av første punktum, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen."

Etter sin ordlyd omhandler bestemmelsen kun "tilbyder", i dette tilfellet Seadrill. Det er gitt regler om konsolidering i blant annet vphl. § 4-5 første ledd:

"I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-4."

Etter Oslo Børs vurdering følger det direkte av bestemmelsen at erverv foretatt av Seadrills nærstående, dvs. Carnegie, skal regnes som like med Seadrills erverv, også i forhold til reglene om tilbudspris i vphl. § 4-10 fjerde ledd, jf. "reglene om tilbudsplikt" som rimeligvis må omfatte alle relevante bestemmelser i kapittel 4. Formålet med konsolideringsbestemmelsen taler i retning av en slik tolkning, noe også børsklagenemnden forutsetter i Vedtaket, jf. side 27. En motsatt forståelse vil etter børsens syn kunne føre til omgåelser av minoritetsvernet som reglene om tilbudspris etablerer.

Av beskrivelsen av gjeldende rett i NOU 2005: 17 (Om overtakelsestilbud) fremkommer det på side 41 at vphl. § 4-5 omfatter den pris som nærstående har betalt eller avtalt. Dette er også lagt til grunn i juridisk teori, jf. Bechman m fl. kommentarutgave til verdipapirhandelloven side 290.

Etter "The Takeover Code" og EUs direktiv om overtakelsestilbud (2004/25/EF) følger det klart at erverv foretatt av nærstående skal legges til grunn ved beregning av tilbudspris, jf. pkt. 3.1.3 nedenfor vedr. "The Takeover Code" og art. 5 nr. 1 i direktivet.

Det må etter dette være klart at aksjer i Eastern Drilling ervervet av Carnegie i den aktuelle perioden skal regnes som like med Seadrills aksjer i forhold til spørsmålet om tilbudspris, jf. vphl. § 4-5 første ledd. Carnegie eide ved avtaleinngåelsen 600.000 Eastern Drilling-aksjer (ervervet den 6. april 2006). Høyeste kurs betalt for disse er i følge opplysninger innhentet av børsen kr. 135 pr. aksje. Carnegie har ikke foretatt (eller avtalt) egenhandler til kurs som overstiger dette i den aktuelle perioden, noe heller ikke Seadrill har gjort. Markedskursen på Eastern Drilling-aksjen er ikke høyere enn høyeste kurs betalt av Seadrill eller dets nærstående. Dette alternativet er således ikke aktuelt. Det har under prosessen ikke vært anført at Carnegie ASA skal ha tilbudsplikt. I tråd med vphl. § 4-10 fjerde ledd blir derved det klare utgangspunktet ved fastsetting av tilbudspris i saken kr. 135 pr. aksje. Spørsmålet er om det er grunn for å fravike dette utgangspunktet gitt hensynene bak tilbudspliktsreglene, samt sakens spesielle karakter.

3.1.3 Justering av tilbudsprisen

Etter vphl. § 4-10 fjerde ledd skal tilbudsprisen utgjøre det "høyeste vederlag" som er betalt eller avtalt i en periode på seks måneder før tilbudsplikten inntraff. Ordlyden i vphl. § 4-10 fjerde ledd hjemler ikke noen avvik fra nevnte kurs (kr. 135 pr. aksje). En eventuell justering i forhold til det som nominelt er betalt vil altså måtte bero på en tolkning av "vederlag".

Forarbeidene til verdipapirhandelloven omhandler justeringer i tilbudsprisen, jf. Ot. prp. nr. 29 (1996-97) side 79:

"Departementet slutter seg for øvrig til Oslo Børs' vurdering av at tilbudsprisen skal korrigeres for endringer i aksjekapitalen som f.eks. nedsettelse, fondsemisjon m.v., i samsvar med det som følger av gjeldende regler."

Børsens høring til forslaget i NOU 1996: 2 er gjengitt i Ot. prp. nr. 29 (1996-97):

"Oslo Børs legger til grunn at tilbudsprisen på samme måte som angitt i forarbeidene til dagens lov, korrigeres for endringer i kapitalen som utbytte, aksjesplitt, nedsettelse, fondsemisjon m.v. Korrigering skal i utgangspunktet ikke foretas for "andre endringer som er vanskelig å beregne selv om det kan påvirke kursen vesentlig som f.eks. emisjon selv om det skulle skje til kraftig over- eller underkurs."

Utdelinger til eierne av målselskapet etter at tilbudsplikten har inntruffet, vil normalt føre til en justering av tilbudsprisen. Videre må det være klart at en splitting av målselskapets aksjer fra f. eks en til to, må føre til en halvering av tilbudsprisen. Begge disse endringene er forholdsvis enkle å beregne, og det vil være lite rimelig om en tilbyder skal måtte betale det samme for målselskapets aksjer etter endringene. Det er ikke like innlysende at det skal tas hensyn til en reklassifisering av målselskapets kapital i form av en fondsemisjon slik forarbeidene synes å indikere. Verdien pr. aksje vil normalt ikke påvirkes av at aksjekapitalen økes ved overføring fra overkursfond eller frie midler.

Når det gjelder aksjekapitaløkninger, synes forarbeidenes utgangspunkt klart nok; disse skal ikke hensyntas, blant annet fordi en justering vil være praktisk vanskelig å beregne. Oslo Børs ser at det kan reises spørsmål om en kapitalutvidelse foretatt til en rabatt (dvs. at tegningskurs er under markedskurs) skal medføre en justering av tilbudsprisen. Uansett kan justeringer som følge av kapitalforhøyelse ikke være aktuelt hvor denne ikke økonomisk sett utgjør en utbetaling til aksjonærene. Bare da vil aksjonærene kunne sies å ha fått deler av tilbudsprisen utbetalt fra selskapet. Eastern Drillings emisjon i juni på kr. 90 pr. aksje ble gjort etter en såkalt bookbuildingprosess. Det betyr at prisen ble fastlagt til det markedet var villig til å betale. Det ble ikke utstedt omsettelige tegningsretter til aksjonærene hvor en eventuell verdi kunne realiseres. Noen verdi fikk disse heller ikke all den tid markedskursen var lavere da de aksjonærene som ikke fikk tegne seg i første runde, fikk anledning til å tegne. Svært få av disse benyttet seg også av sin tegningsrett. Noen utbetaling fra selskapet som gir grunn for justering av tilbudsprisen kan det således ikke sies å ha funnet sted.

Seadrill synes å anføre at det i nærværende sak ikke er betalt noen kontrollpremie ettersom selskapet og Carnegie var i "god tro" i forhold til spørsmålet om tilbudsplikt. Det bemerkes her at grunnlaget for konsolidering var et samarbeid der partene i det minste må ha vært klar over at et konkurrerende bud ble vanskeliggjort. Det kan således sies å være betalt en "premie" til noen aksjonærer for å hindre en annen budgiver i å erverve kontroll i Eastern Drilling. Etter børsens vurdering vil likebehandlingshensynet bak tilbudsppliktsreglene nettopp være et argument for en tilbudspris på kr. 135. Det bemerkes også at høyeste innløsningskurs i TRS-avtalene var kr. 132,706. Seadrill har altså i realiteten betalt dette for aksjene gjennom kr. 92 som markedskurs i tillegg til kr. 40,706 pluss rente og omkostninger som vederlag under TRS-avtalen.

Det kan hevdes at det er lite rimelig at en tilbyder skal betale (vesentlig) mer for målselskapets aksjer enn det som er aksjens faktiske verdi på tilbudstidspunktet. Dette kan anføres generelt, og innvendingen er for så vidt ikke begrenset til tilfeller der målselskapet har forhøyet sin aksjekapital. Det må imidlertid være rimelig klart at utslagsgivende for verdipapirhandelens regler om tilbudspris er kurs betalt i det eller før tilbudsplikten inntraff, ikke senere kursendringer (jf. likevel vphl. § 4-10 femte ledd som ikke er relevant i saken).

I "The Takeover Code" i UK, finnes bestemmelser om tilbudspris under pliktige tilbud i regel 9.5 (vår understrekning):

"An offer made under Rule 9 must, in respect of each class of share capital involved, be in cash or be accompanied by a cash alternative at not less than the

highest price paid by the offeror or any person acting in concert with it for any interest in shares of that class during the 12 months prior to the announcement of that offer."

I kommentarene til bestemmelsen heter det som følger om justeringer av tilbudsprisen:

"Circumstances which the Panel might take into account when considering an adjustment of the highest price include:—

- (a) the size and timing of the relevant acquisitions;*
- (b) the attitude of the board of the offeree company;*
- (c) whether interests in shares had been acquired at high prices from directors or other persons closely connected with the offeror or the offeree company;*
- (d) the number of shares in which interests have been acquired in the preceding 12 months;*
- (e) if an offer is required in order to enable a company in serious financial difficulty to be rescued;*
- (f) if an offer is required in the circumstances set out in Note 12 on Rule 9.1; and*
- (g) if an offer is required in the circumstances set out in Rule 37.1.*

The price payable in the circumstances set out above will be the price that is fair and reasonable taking into account all the factors that are relevant to the circumstances.

In any case where the highest price is adjusted under Rule 9.5(c), the Panel will publish its decision."

Bestemmelsen er diskresjonær og synes ikke å omfatte emisjoner til kurs lavere enn den antatt riktige tilbudsprisen. Også etter "The Takeover Code" kan det foretas justeringer for utbytte, jf. kommentarer til regel 9.5 pkt. 4 som omhandler utbytte etter at tilbudet er fremsatt. EUs direktiv om overtakelsestilbud (2004/25/EF) inneholder etter det børsen kan se ikke særskilte regler om justeringer av tilbudspris for kapitalutvidelser, jf. dets art. 5 nr. 4 og 5.

Som det fremgår er utgangspunktet etter så vel norsk som utenlandsk rett, at tilbudspris skal være lik det høyeste vederlaget betalt før eller i det tilbudsplikten inntraff. Etter børsens vurdering taler ikke hensynene bak tilbudspliktsreglene i retning av en justering i nærværende sak. Dette må gjelde også der tilbyder, som her, har vært i "god tro" i forhold til spørsmålet om tilbudsplikt. I tillegg er det grunn til å fremheve de praktiske vanskelighetene en justeringsadgang ville medføre. Det er i praksis ikke foretatt justeringer av tilbudspris for kapitalutvidelser, men spørsmålet har heller ikke vært satt på spissen.

Oslo Børs har etter dette kommet til at rett tilbudspris i nærværende sak er minst kr. 135 pr. Eastern Drilling-aksje.

3.2 Rentekompensasjon

Både Cheney m fl. og Eastern Drilling m fl. anfører at tilbudsprisen skal tillegges rente. Primært anføres at forsinkelsesrente skal løpe fra et tilbud gjennomført etter at det tilbudspliktige erverv ble gjennomført 6. / 7. april 2006, det vil si etter lovens frister 12 uker etter dette. Subsidiært anfører Eastern Drilling m fl. at tilbudsprisen skal tillegges forsinkelsesrente fra 31. oktober 2006 som var siste oppgjørsgang for Seadrills tilbud av 15. september 2006. Seadrill avviser at det er grunnlag for rentekompensasjon.

Etter forsinkelsesrenteloven § 2 kan det kreves rente når et krav ikke innfris ved forfall. Et pengekrav som følge av et pliktig tilbud oppstår først når et tilbud er fremmet og en

aksjonær har solgt sine aksjer under tilbudet. Noe forfall etter forsinkelsesrenteloven foreligger åpenbart ikke for unnlatt tilbudsplikt som følge av ervervet i april 2006. Forsinkelsesrente som følge av forfall for oppgjør etter tilbudet i september 2006 som etter børsens opphevelse av godkjenningen ble trukket tilbake, ville eventuelt gjelde de aksjonærer som mot formodning ønsket å akseptere dette tilbudet på kr 92.

Også utenfor forsinkelsesrenteloven kan det være grunnlag for et krav om avsavnsrente. Cheney m fl. hevder at prinsippet i Rt. 2002 side 71 og tilbudsprisen etter verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd kun sier hva tilbudsprisen "minst" skal være, gir børsen hjemmel til å legge vekt på minoritetsaksjonærenes rentetap ved fastsettelse av tilbudsprisen.

Et pengekrav om avsavnsrente utenfor forsinkelsesrenteloven må bygge på en alminnelige erstatningsrettslig vurdering. Om unnlatt tilbud eller nedsalg etter aksjeervervene i april 2006 utgjør et ansvarsgrunnlag for erstatning, og om minoritetsaksjonærene i tilfelle ved det har lidt et økonomisk tap, vil eventuelt måtte vurderes konkret for hver enkelt aksjonær. Uansett ligger det utenfor børsens myndighet etter verdipapirhandelloven kapittel 4.

Børsen vil således ikke kreve at det hensyntas noe avsnstap eller forsinkelsesrente ved fastsettelse av tilbudsprisen.

4 Konkusjon

Etter Oslo Børs' vurdering er rett tilbudspris i saken er minst kr. 135 pr. Eastern Drilling-aksje. Det skal ikke hensyntas noe avsnstap eller forsinkelsesrente ved fastsetting av tilbudsprisen.

Vi avventer med dette et tilbud som oppfyller kravet i verdipapirhandelloven. Vi ber om Deres snarlige tilbakemelding om når dette kan ventes. Ta gjerne kontakt dersom det er spørsmål eller kommentarer.

6.1.5 Sinvest ASA – tilbudsplikt for Aban Singapore Pte Ltd m.fl. (Børsklagenemndens sak 7/2006)

Avgjørelse av 12. desember 2006 av klager fra

- 1) Aban Singapore Pte Ltd og selskapets heleide datterselskap Aban 7 Pte Ltd (sammen benevnt "Aban") representert ved advokat Haakon Flaatten i advokatfirmaet BAHR
- 2) First Securities ASA ("First") representert ved advokat Lars Knem Christie i advokatfirmaet Selmer og
- 3) ICICI Bank UK Limited ("ICICI") representert ved advokat Anders Arnkværn i advokatfirmaet Thommessen, Krefting Greve Lund

over børsstyrets vedtak av 25. oktober 2006 om å ilegge tilbudsplikt i Sinvest ASA (Sinvest) for konsolidert gruppe bestående av First, ICICI og Aban for så vidt gjelder aksjer anskaffet som sikring for total return swap-avtaler mellom Aban og henholdsvis First og ICICI, jf verdipapirhandelloven § 4-5, jf. § 1-4 nr 5.

1. Klagesaken og børsklagenemndens sammensetning

Saken gjelder spørsmål om rekkevidden av tilbudspliktreglene i verdipapirhandelloven, nærmere bestemt om total return swap-avtaler (TRS-avtaler) omfattes av tilbudsplikten og spørsmål om konsolidering mellom partene i en slik avtale.

Børsstyret traff den 25. oktober 2006 vedtak med slik slutning:

"I forhold til tilbudsplikt i Sinvest ASA identifiseres First Securities ASA og ICICI Bank UK Limited med Aban Singapore Pte Ltd med datterselskap (Aban) for så vidt gjelder aksjer anskaffet som sikring for Total Return Swap-avtaler med Aban, jf vphl §§ 4-5, jf 1-4 nr 5. Den identifiserte gruppen ilegges derfor tilbudsplikt. Dette innebærer at en av de identifiserte aksjonærene etter gruppens valg innen fire uker plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i Sinvest ASA eller selge aksjer slik at tilbudsplikt bortfaller. Dersom tilbudsplikten forsømmes og fristen for nedsalg oversettes kan børsen tvangsselge aksjene til First Securities og ICICI Bank UK Limited etter reglene i vphl § 4-20."

Vedtaket ble påklaget ved tre ulike klager av 8. november 2006, nemlig fra 1) Aban v/ advokat Haakon Flaatten, 2) First v/ advokat Lars Knem Christie og 3) ICICI v/ advokat Anders Arnkværn. Det er redegjort nærmere for innholdet i klagen nedenfor.

Børsstyret har i vedtak av 15. november 2006 besluttet å opprettholde sitt vedtak av 25. oktober 2006. Saken ble derfor ved brev av samme dato oversendt børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 26-3 første ledd, jf. forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Børsen besluttet den 30. oktober 2006 å utsette iverksettingen av vedtaket til klagen er avgjort, børsloven § 5-14, jf. forvaltningsloven § 42.

Partene er gitt anledning til å komme med kommentarer til børsens vedtak av 15. november 2006, noe de har benyttet seg av.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte den 12. desember 2006. Ved behandlingen og avgjørelsen deltok Vibecke Groth (leder), Norunn Dale Seland, Hugo Matre, Bernt Zakariassen og Cathrine Hambro.

2. Kort om selskapene

I børsstyrets vedtak av 25. oktober 2006 punkt 1 fremgår følgende om selskapene:

"Sinvest ASA (Sinvest) er notert på Oslo Børs' SMB-liste med ticker "sinvest". På Sinvests hjemmeside heter det som følger om selskapet:

"Sinvest ASA is a public listed company, and has been listed on the Oslo Stock Exchange since its incorporation early in 2001.

The company is located in Kristiansand.

Sinvest's objective is to be a long-term financial and strategic investor in oil- and offshore companies."

Aban Singapore Pte Ltd. (Aban) er del av indiske Aban-gruppen. Aban eier i følge børsmelding av 14. oktober 39,99 % av aksjene i Sinvest. Selskapet har den senere tid inngått to TRS-avtaler med aksjer i Sinvest som underliggende."

ICICI er en indiskeid bank.

3. Sakens bakgrunn

3.1 Om TRS- avtaler

I børsstyrets vedtak av 25. oktober 2006 punkt 3.1 er det redegjort nærmere for total return swap-avtaler generelt:

"En TRS-avtale er en finansiell derivatkontrakt. Avtalen innebærer at en avtalepart (kjøper av risikoen) erverver den finansielle eksponeringen (positiv og negativ kursutvikling og eventuell avkastning i form av utbytte) i en underliggende aksje fra den andre avtaleparten (selger av risikoen) mot en rentebetaling. Avtalen inngås for en gitt periode og et gitt antall aksjer, med en inngåelses- og innløsningskurs.

Dersom kursen på underliggende aksje stiger i avtaletiden, og det eventuelt utbetales utbytte, vil kjøper av risikoen ha rett på et kontantoppgjør fra selgeren av risikoen. Størrelsen på kontantoppgjøret vil i utgangspunktet være differansen mellom inngåelses- og innløsningskurs multiplisert med antall aksjer (tillagt evt. utbytte). Dersom kursen på underliggende aksje synker i avtaleperioden, vil selger av risikoen ha rett på et kontantoppgjør fra kjøperen av risikoen. Også her vil størrelsen på kontantoppgjøret i utgangspunktet være differansen mellom inngåelses- og innløsningskurs. Kjøper av risikoen får med dette, i avtaletiden, den samme finansielle eksponeringen som om aksjer var ervervet.

Begge partene i en TRS-avtale vil som utgangspunkt sikre (hedge) sin posisjon. Selger av risikoen vil normalt gjøre dette ved å erverv et korresponderende antall underliggende aksjer, eventuelt inngå en ny TRS-avtale med en tredjepart. Kjøper av risikoen vil etter omstendighetene måtte betale et "depositum" til selger av risikoen, som sikkerhet for oppgjør ved kursfall i underliggende.

En standard TRS-avtale vil ikke pålegge selger av risikoen å erverve hedging-aksjer. Det er likevel normal markedspraksis at dette gjøres blant annet av hensyn til kapitaldekningsregler. Sikring kan imidlertid gjøres også på andre måter for eksempel ved selv å kjøpe liknende instrumenter. Selger av risikoen vil da i prinsippet disponere fritt over aksjene og vil for eksempel kunne låne disse ut. Kjøper av risikoen vil i utgangspunktet ikke ha rett til å erverve hedging-aksjene i avtaleperioden eller ved avtalens utløp.

Ved avvikling av hedgen (dvs. ved salg av hedging-aksjene) ved utløp eller heving av avtalen, må kjøper etter standardavtale av risikoen betale differansen mellom det selger betalte for aksjene og det som oppnås ved salg i markedet. Dette gjelder altså selv om det ikke er noen plikt til å hedge. Det er ikke unormalt at kjøper av risikoen erverver hedging-aksjene ved avtalens utløp. Selger av risikoen vil som følge av hedgingen og reguleringen av avviklingshandlene, være nøytral i forhold til kursutviklingen i underliggende aksje.

Det vil normalt ikke bli utøvd organisatoriske eierbeføyelser for aksjer som er ervervet som sikring av selger av risikoen. Dette betyr i praksis at aksjene "parkeres" i avtaleperioden og den forholdsmessige stemmeandelen til andre aksjonærer i selskapet, øker.

TRS-avtaler betegnes gjerne som syntetiske aksjeropsjoner eller terminer med finansiell avregning (contracts for difference). Formålet med slike kontrakter (i stedet for å handle aksjer eller derivater med fysisk levering) kan være hensiktsmessig finansiering, oppgjørstekniske grunner eller skattemessige formål for å unngå såkalt "stamp duty" i UK. Instrumentene er ikke ukjente i Norge. Situasjoner der de kan ses som å trå tilbudsplikten nære har vært Rieber-familiens posisjonering i Rieber ASA og Petter Stordalens posisjonering i Choice Hotels Scandinavia ASA. Børsen har lagt til grunn at disse ikke har utløst

tilbudspplikt, men har ikke truffet formelle vedtak om dette. Det har heller ikke kommet innsigelser mot disse transaksjonene.

En TRS-avtale vil utgjøre et finansielt instrument etter verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd nr. 6 og/eller 7. Verdipapirhandellovens atferdsregler som utløses ved ulike former for transaksjoner behandler ikke syntetiske aksjeopsjoner direkte (unntatt er reglene om innsidehandling der underliggende aksje er børsnotert). Noe av denne uklarheten ble søkt avdekket ved børsens sirkulære 1/2003 med tolkningsuttalelser knyttet til finansielle derivater generelt, men som ikke omhandlet TRS-avtaler spesielt. I sirkulæret behandles innsidereguleringen, primærinnsidernes meldeplikt, flaggeplikten, tilbudspplikten og verdipapirforetakenes rapporteringsplikt. Om tilbudspplikt heter det bl.a.:

”Som nevnt ovenfor gir en derivatkontrakt med rett til finansielt oppgjør ingen rettighet til den underliggende aksje, og vil derfor normalt ikke kunne likestilles med erverv av aksjer, jf § 4-1 fjerde ledd. Tilbudspplikt vil dermed normalt ikke kunne inntre som følge av inngåelse av slike kontrakter.”

Børsen har i sirkulæret i forståelse med Kredittilsynet lagt til grunn at primærinnsidernes meldeplikt og verdipapirforetakenes rapporteringsplikt til børsen utløses ved slike derivatkontrakter, men ikke flaggeplikten. Sirkulæret følger som bilag 1.

Oslo Børs har i brev av 25. september 2006 til Bahr advokatfirma uttalt at en TRS-avtale, på gitte vilkår, ikke utløser tilbudspplikt, jf. nedenfor. I brevet fremheves bl.a. disse forutsetningene:

- Avtalen inngås mellom uavhengige parter på normale forretningsmessige vilkår*
- Løpetiden i avtalen er begrenset og oppgjørsmdatoen gitt*
- Oppgjøret mellom partene er finansielt*
- Selger av risikoen har ingen plikt til å erverve hedging-aksjer*
- Fulle eierbeføyelser knyttet til evt. hedging-aksjer hviler hos selger av risikoen*
- Partene har ingen avtale om bruk av rettigheter knyttet til evt. hedging-aksjer*
- Kjøper av risikoen gis ingen rett til å overta evt. hedging-aksjer*

TRS-avtalene i nærværende sak er oppgitt å være standardavtaler. Avtalene er meget omfattende og underlagt engelsk rett. Etter børsens vurdering er avtalenes virkning det sentrale i saken. Det synes ikke å være uklarhet eller uenighet knyttet til selve innholdet av avtalene, og disse er således ikke vedlagt.”

Børsklagenemnden har ingen merknader til børsens beskrivelse av TRS-avtaler.

3.2 Sakens faktum

Aban kjøpte i juni 2006 en eierpost på 33,76 % i Sinvest fra Skeie-gruppen. I perioden frem til og med september 2006 kjøpte Aban seg opp til en eierpost på i alt ca 39,7 % i Sinvest.

Den 19. september 2006 skrev Aban v/ advokatfirmaet BAHN til børsen med spørsmål om en TRS-avtale med aksjer i Sinvest som underliggende på nærmere angitte vilkår ville utløse tilbudspplikt etter verdipapirhandelloven.

I svarbrev av 25. september 2006 antok børsen at en TRS-avtale mellom to uavhengige parter (dvs. ikke nærstående) under visse forutsetninger ikke utløste tilbudspplikt.

Den 29. september 2006 inngikk Aban en TRS-avtale med Sinvest aksjer tilsvarende ca. 3,92 % av kapitalen som underliggende. Motparten i TRS-avtalen var First, som hadde kjøpt et tilsvarende antall aksjer i markedet. TRS-avtalen mellom Aban og First ble offentliggjort gjennom børsmelding fra Aban 2. oktober 2006. Innløsningskursen var kr. 120 per aksje og avtalen skulle løpe til 2008.

Børsen mottok etter børsmeldingen henvendelser fra Sinvest og aksjonærer i selskapet som blant annet gikk ut på tilbudsplikt burde vært utløst som følge av TRS-avtalen.

Børsen skrev til Aban og First den 5. oktober 2006 for å få saken nærmere opplyst. I svarbrev av henholdsvis 10. og 12. oktober 2006 opplyste Aban og First blant annet at de forutsetninger børsen hadde oppstilt i brev av 25. september 2006 for at en TRS-avtale ikke skulle utløse tilbudsplikt, var oppfylt. Det ble også opplyst at TRS-avtalen var inngått på initiativ fra Aban.

Fredag den 13. oktober 2006 meldte Pareto Securities ASA at de på vegne av Scorpion Offshore Ltd hadde fremmet et frivillig, betinget tilbud på aksjene i Sinvest. Det var satt vilkår om 44 % akseptgrad. Tilbudet var på NOK 128,50 per aksje i form av Scorpion-aksjer, eller NOK 131,35 (i aksjer) dersom det lykkes å få 50 % aksept innen helgen var over. Den 16. oktober ble det meddelt at det ikke var oppnådd forutsatt akseptgrad, slik at tilbudet falt bort.

Samme dag, det vil si den 16. oktober 2006, meldte Aban at dets datterselskap A7PL den 14. oktober 2006 hadde inngått en TRS-avtale med Sinvest-aksjer som underliggende. Innløsningskurs var i følge avtalen NOK 135, og avtalen skulle løpe til 2009. Avtalen gjaldt tilsvarende cirka 4,5 % av aksjene i Sinvest. ICICI var motpart i TRS-avtalen, og ICICI ervervet et tilsvarende antall aksjer som avtalen gjaldt gjennom First for å hedge sin posisjon. Samme dag ble det også meldt at Abans eierandel i Sinvest var økt til 39,99 %. First hadde ervervet både disse aksjene og hedge-aksjer i tilknytning til TRS-avtalen mellom Aban og ICICI ved å henvende seg til aksjonærer i Sinvest helgen 13. - 15. oktober 2006.

De to TRS-avtalene som Aban var part i relaterte seg etter dette til totalt ca 8,5 % av aksjene i Sinvest.

Etter kunngjøringen av den andre TRS-avtalen mottok børsen nye henvendelser fra aksjonærer i Sinvest, herunder fra Cheyne v/ advokat Hans P. Bjerke. Henvendelsene gikk ut på at Aban og avtalemotpartene skulle ha hatt en felles forståelse for så vidt gjaldt ervervet av hedge-aksjer og utøvelsen av rettigheter til disse, og at tilbudsplikt burde vært utløst som følge av dette. First var megler for handlene der hedge-aksjene ble ervervet. Aksjonærene som solgte til First skal i følge opplysninger i børsens vedtak ha blitt fortalt at de tilbød aksjene til Aban, men under en TRS-avtale.

Børsen kontaktet den 17. oktober 2006 på ny Aban og First for å undersøke om de forutsetninger som børsen hadde oppstilt i sitt brev av 25. september 2006 for at en TRS-avtale ikke skulle utløse tilbudsplikt, var oppfylt. Børsen varslet samtidig at det ville bli truffet vedtak vedrørende spørsmålet om tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 4-8 annet ledd.

Etter diverse korrespondanse mellom børsen og de impliserte, samt undersøkelser og innhenting av opplysninger fra børsens side i saken, traff børsstyret den 25. oktober 2006 vedtak med slutning som gjengitt under punkt 1 ovenfor.

Vedtaket ble påklaget gjennom tre ulike klager av 8. november 2006. Øvrige opplysninger om klagesaken fremgår ovenfor under punkt 1.

4. Børsstyrets vedtak

I vedtak av 25. oktober 2006 vurderte børsstyret først om TRS-avtalene var å anse som erverv av aksjer som utløste tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 4-1 første ledd. Børsstyret fant at dette ikke var tilfelle. Dette var heller ikke anført fra noen av partene.

Børsstyret drøftet deretter om TRS-avtalene var en rett til å bli eier av aksjer som må anses som "reelt erverv av aksjene", noe som kunne utløse tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 4-1 fjerde ledd. Etter børsstyrets vurdering var det klart at en finansiell derivatkontrakt som en TRS-avtale etter gjeldende regler i utgangspunktet ikke kan ses som et reelt erverv av aksjer. Børsstyret fant at tilbudsplikt ikke var utløst i medhold av denne bestemmelsen.

Børsstyret vurderte deretter spørsmålet om Aban og avtalemotpartene i TRS-avtalene skulle konsolideres, jf. verdipapirhandelloven § 4-5, jf. § 1-4 nr. 5. Etter § 4-5 likestilles aksjer som eies eller erverves av "nærstående" med aksjeeiers egne aksjer i forhold til reglene om tilbudsplikt. Som nærstående regnes etter § 1-4 nr. 5 "noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument".

For å avgjøre hva som ligger i vilkåret "forpliktende samarbeid", gjennomgikk børsstyret en rekke rettskilder, herunder forarbeidene til verdipapirhandelloven, jf. særlig NOU 1996:2 punkt 9.3.7 og Ot. prp. nr. 29 (1996-97). Børsstyret viste i vedtaket videre til hensynene bak tilbudspliktreglene, herunder hensynet til å sikre minoritetsaksjonærer en utgang ved kontrollskifte, at minoritetsaksjeeiere skal få en del av den "kontrollpremien" som en tilbyder betaler for aksjene som gjør at det oppnås kontroll over selskapet, samt omgåelses- og rimelighetsbetraktninger. I vedtaket gikk børsen dessuten gjennom praksis fra Oslo Børs og børsklagenemnden.

Børsstyret oppsummerte i vedtaket av 25. oktober 2006 punkt 5.2.2.1 de momenter som er sentrale ved avgjørelsen av spørsmålet om konsolidering etter verdipapirhandelloven § 4-5, jf. § 1-4 nr. 5 slik:

- *"Det må foreligge en gjensidig forståelse mellom partene*
- *Forståelsen må vedrøre bruk av aksjonærrettigheter, herunder å forhindre at en tredjepart får kontroll over målselskapet*
- *Den gjensidige forståelsen og opptreden skal i utgangspunktet være langsiktig, men også kortsiktig samarbeid vil kunne omfattes*

Det følger ikke klart av dette hvor langvarig og generelt et samarbeid må være for å foranledige konsolidering. I tråd med retningslinjene angitt i lovens forarbeider og praksis må det vurderes konkret om en kortvarig gjensidig forståelse om at visse transaksjoner vil hindre et oppkjøp av en kontrollerende post i et målselskap, er tilstrekkelig for å anse to parter som nærstående. Transaksjonene det er snakk om må rimeligvis være erverv av aksjer, enten direkte eller som ledd av en derivatkontrakt, typisk en TRS-avtale der aksjer i et målselskap erverves som hedge."

Når det gjelder den konkrete vurderingen av konsolideringsspørsmålet i saken, talte etter børsstyrets vurdering formalitetene i saken mot at det foreligger tilbudsplikt etter § 4-5, men børsstyret mente det kunne reises spørsmål om realitetene i saken var av en sådan art at konsolidering er aktuelt. Børsstyret fant det ikke sannsynliggjort at Aban og hhv. First og ICICI ved inngåelsen av TRS-avtalene har hatt en felles forståelse om at Aban skal kjøpe Sinvest-aksjene ved avtalenes utløp. Børsstyret formulerte den videre problemstillingen slik i punkt 5.2.2.2 i vedtaket:

"Spørsmålet er om det likevel må anses å ha foreligget en gjensidig forståelse mellom Aban og avtalemotpartene om bruk av aksjonærrettigheter. Dersom dette

besvares bekreftende må det vurderes om innholdet og varigheten av samarbeidet var av en slik art at konsolideringsbestemmelsen i vphl. § 4-5 er aktuell. I fravær av en klar løsning i lov, forarbeider og praksis, vil formålet med tilbudsbestemmelsen og konsolideringsbestemmelsen, herunder reelle hensyn ha betydelig vekt."

Børsstyret la til grunn at Aban og henholdsvis First og ICICI ved inngåelsen av de to TRS-avtalene hadde en felles forståelse om at Sinvest-aksjene faktisk ville bli "parkert". Dette betydde i følge vedtaket for det første at ingen ville utøve stemmerett for aksjene, noe som ville øke Abans relative eierandel og innflytelse i Sinvest. For det andre kunne ikke aksjene kjøpes av andre. Dette gjaldt i følge vedtaket selvom også ønsket om økt finansiell eksponering i Sinvest kan ha vært et viktig moment for Aban ved avtaleinngåelsen.

Selv om beslutningstidspunktet for TRS-avtalen mellom Aban og ICICI i følge Aban lå forut for Scorpions bud, viste børsstyret til at iverksettingstidspunktet for avtalen var et tidspunkt etter at budet ble kjent. Dette medførte at TRS-avtalen mellom Aban og ICICI rent faktisk forhindret Scorpions bud. Videre uttalte børsstyret i punkt 5.2.2.2:

At ICICI skulle erverve hedge-aksjer ved storstilte aksjekjøp i en helg for noe annet formål enn å forhindre Scorpions overtakelsesforsøk, har formodningen mot seg.

Børsstyret viste også til lydbånd innhentet fra First, der kjøpsinteressen for Sinvest aksjer overfor aksjonærer i Sinvest "definitivt ikke (ble) presentert som noe kjøp for Firsts regning og risiko" (vedtaket punkt 5.2.2.2). Videre heter det i vedtaket: *Børsen antar at ICICI ut fra de omstendigheter deres hedgeaksjer ble kjøpt også må ha vært kjent med disse forholdene ved avtaleinngåelsen.*

Etter børsstyrets oppfatning forelå det konkrete omstendigheter i saken som sannsynliggjorde at partene må konsolideres, herunder lydbånd fra First i forbindelse med kjøp av hedge-aksjer og at avtaletidspunktet for den siste TRS-avtalen var etter at Scorpion hadde varslet sitt frivillige bud på Sinvest. Videre viste børsstyret til at TRS-avtalene ble gjort til høye kurser på tidspunkter hvor aksjekursen synes å ha vært preget av overtakelsesinteresse. Børsstyret la vekt på det som fremsto som realitetene i saken. Etter børsstyrets vurdering vil tilbudspliktreglene lett kunne omgås dersom denne typen "parkering" av aksjer ikke fanges opp av reglene om konsolidering. I følge avgjørelsen ville det i så fall ramme minoritetsaksjonærer, og medføre at særlig utenlandske investorer kan bli mer tilbakeholdne med å investere i Norge.

Børsstyret kom etter dette til at Aban og avtalemotpartene i TRS-avtalene First og ICICI skulle konsolideres etter verdipapirhandelloven § 4-5, jf. § 1-4 nr. 5. Konsekvensene av børsstyrets vurderinger og slutningen fremgår av vedtaket av 25. oktober 2006 punkt 5.3:

"Etter vphl § 4-1 første ledd anses tilbudsplikten utløst av den i den konsoliderte gruppen som erverver de aksjene som utløser tilbudsplikten, jf. NOU 1996:2 side 118. Børsen mener her primært at tilbudsplikten ble utløst av First Securities erverv av de første hedge-aksjene, subsidiært ved ICICIs senere erverv.

Det fremgår imidlertid av forarbeidene at de konsoliderte partene kan bli enige om hvem som skal fremme et tilbud, jf. NOU 1996:2 side 124-125.

Børsen skal etter dette treffe vedtak etter vphl § 4-8 annet ledd og § 4-5 annet ledd. Etter vphl § 4-1 første ledd skal det fremmes et tilbud om kjøp av samtlige aksjer i selskapet. Etter første ledd annet pkt faller tilbudsplikten bort ved salg av aksjer. Fristen for begge alternativer er fire uker, jf §§ 4-9 første ledd og 4-10 første ledd. Melding om det fremmes tilbud eller salg må gis straks, jf § 4-8 første ledd.

Vedtak

I forhold til tilbudsplikt i Sinvest ASA identifiseres First Securities ASA og ICICI Bank UK Limited med Aban Singapore Pte Ltd med datterselskap (Aban) for så vidt gjelder aksjer anskaffet som sikring for Total Return Swap-avtaler med Aban, jf vphl §§ 4-5, jf 1-4 nr 5. Den identifiserte gruppen ilegges derfor tilbudsplikt. Dette innebærer at en av de identifiserte aksjonærene etter gruppens valg innen fire uker plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i Sinvest ASA eller selge aksjer slik at tilbudsplikt bortfaller. Dersom tilbudsplikten forsømmes og fristen for nedsalg oversettes kan børsen tvangs selge aksjene til First Securities og ICICI Bank UK Limited etter reglene i vphl § 4-20."

I børsstyrets vedtak av 15. november 2006 vurderte børsstyret anførselene i klagen, men fant ikke grunnlag for å gjøre om sitt vedtak av 25. oktober 2006. I vedtaket av 15. november 2006 punkt 2.3.1 uttalte børsstyret i tilknytning til sitt brev av 25. september 2006 til Abans advokat blant annet:

"Børsen hadde på forespørsel uttrykkelig uttalt at det ikke ville bli gitt noen klarering av det konkrete tilfellet. Etter børsens vurdering kan brevet ikke ses som en klarering av den aktuelle transaksjonen. Oslo Børs var på tidspunktet for brevet ikke kjent med detaljene i saken som tilsier konsolidering, altså at partene må ha vært inneforstått med at "parkering" av underliggende aksjer ville vanskeliggjøre konkurrerende bud og befeste en skjær kontrollsituasjon. I brevet er det stilt flere betingelser, blant annet at TRS-avtaler inngås mellom uavhengige parter. Det har formodningen mot seg at brevet er en "forhåndsklarering" av avtaler mellom parter som må anses å ha et forpliktende samarbeid vedrørende bruk av rettigheter til aksjer." ..

I vedtaket av 15. november 2006 viste børsstyret også til at definisjonen av nærstående i EUs direktiv om overtakelsestilbud, omfatter samarbeid om "frustrating the successful outcome of a bid", jf. art. 2 (1) bokstav (d). Direktivet hadde gjennomføringsfrist i mai 2006, men er ikke gjennomført i norsk rett. Veridipapirhandellovutvalget har ikke foreslått noen endring i lovteksten på dette punkt, men synes å legge til grunn at norsk rett er i samsvar med direktivet, jf. NOU 2005: 17 side 24.

5. Aban ved advokat Haakon Flaatten har i hovedtrekk anført

Klagen gjelder rettsanvendelsen og faktiske forhold. Aban har anmodet børsklagenemnden om å oppheve Børsstyrets vedtak av 25. oktober 2006.

I klagen av 8. november 2006 punkt 1.2 er hovedinnholdet i anførselene oppsummert slik:

(i) Oslo Børs anerkjenner på generelt grunnlag Total Return Swap (TRS)-avtaler som finansielt instrument i tilbudspliktsammenheng og har lagt til grunn at slike avtaler på visse vilkår ikke innebærer konsolidering. Dette følger av en naturlig forståelse av vphl. §§ 4-5, jf. 1-4 nr. 5 og er lagt til grunn i tidligere børspraksis og børsens sirkulære 1/2003. Vilråene er i tillegg konkret meddelt i børsens brev til Aban av 25. september 2006. Børsstyret har i sitt vedtak beskrevet "normalkonsekvensene" av en TRS-avtale i pkt. 3.1 der det blant annet heter at selger av risikoen normalt vil erverve hedging-aksjer, at det normalt ikke vil bli utøvd organisatoriske eierbeføyelser for disse aksjene og at aksjene i praksis "parkeres" i avtaleperioden. Børsstyret har i sitt konsolideringsvedtak poengtert at avtalepartene som "erfarne aktører i verdipapirmarkedet" må ha vært kjent med TRS-avtalenes normalkonsekvenser. Dette er korrekt, og det er nettopp med basis i tidligere praksis og det aktuelle brevet av 25. september at Aban har inngått de aktuelle avtaler. De aksepterte normalkonsekvenser av en TRS-avtale kan ikke danne grunnlag for et konsolideringsvedtak.

(ii) Det er ikke riktig at det forelå felles forståelse mellom Aban og First Securities og ICICI Bank UK Limited om at aksjene skulle "parkeres". Formålet med TRS-avtalene var å øke den finansielle eksponeringen i forhold til Sinvest-aksjen, ikke å forhindre oppkjøpsforsøk fra Scorpion eller andre.

(iii) Oslo Børs har lagt til grunn en tolkning av vilkåret "forpliktende samarbeid når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier" i vphl. § 1-4 nr. 5 som ikke er korrekt. I følge lovens forarbeider, praksis og teori innebærer dette vilkåret at det må foreligge en forståelse mellom Aban og avtalemotpartene som går ut på et forpliktende samarbeid av en viss varighet om utøvelse av aksjonærrettigheter med tanke på kontroll av Sinvest. Samarbeid med sikte på selve ervervet kan ikke medføre konsolidering. Oslo Børs har i sitt vedtak antatt at det foreligger samarbeid på avtaletidspunktet og dermed lagt til grunn at "Aban og avtalemotpartene ved avtaleinngåelsen hhv. den 29. september og 14. oktober hadde en felles forståelse om at Sinvest aksjen ville bli parkert". Et slikt konsolideringsvedtak som henspeiler kun på samarbeid ved erverv av aksjer bygger på en uriktig lovforståelse i forhold til vphl § 1-4 nr 5. For øvrig samsvarer det påståtte samarbeid fullt ut med de "normalkonsekvenser" børsen selv har beskrevet i TRS-sammenheng, jf. punkt (i), og kan derfor ikke medføre konsolidering.

(iv) Oslo Børs har som grunnlag for konsolideringen lagt vekt på omstendigheter som ikke er relevante i forhold til det lovebestemte vilkåret om forpliktete samarbeid. I hvilken grad formålet for Aban med TRS-avtalene skulle være "å unngå å måtte by på Sinvest", må eksempelvis være uten betydning. TRS-avtalen er et anerkjent finansielt instrument som på legitim måte kan benyttes av markedsaktører for å øke sin økonomiske eksponering i forhold til en aksje uten at det utløses tilbudsplikt.

(v) Oslo Børs har på enkelte vesentlige punkter foretatt en uriktig vurdering av de faktiske bevismomenter i saken. Dette knytter seg i første rekke til lydbandopptakene mellom First-meglere og selgere av aksjene, men også til betydningen av formelt tidspunkt for inngåelsen av den siste TRS-avtalen med ICICI-Bank UK Limited. Avtalen ble inngått samme helg som Scorpion forsøkte å lansere et bud på Sinvest, men Abans beslutning om å inngå TRS-avtale ble beviselig truffet på et tidligere tidspunkt....

6. First v/ advokat Lars Knem Christie har i hovedsak anført

Klagen gjelder faktiske forhold og rettsanvendelsen. First har anmodet børsklagenemnden om å oppheve børsstyrets vedtak av 25. oktober 2006.

First bestrider at det var grunnlag for konsolidering mellom Aban og First på bakgrunn av TRS-avtalen. First har to hovedgrunnlag for sin klage; det første er at børsstyret har lagt til grunn uriktige faktiske forutsetninger i sitt vedtak, jf. punkt 6.1, det andre gjelder børsstyrets rettsanvendelse, jf. punkt 6.2.

6.1 Børsstyret har lagt uriktige faktiske forutsetninger til grunn for sitt vedtak

Børsstyret har lagt uriktige faktiske forhold til grunn for sitt vedtak mht. alle de hovedforhold som synes å ha vært avgjørende for børsstyrets konklusjon, herunder at

- ett av de uttalte formål for TRS-avtalen var å bidra til at Aban unngikk å måtte by på Sinvest
- at First hadde som formål å bidra til å "parkere" aksjene for å bidra til at Aban kunne forsvare en dominerende posisjon

- at det var en forpliktelse eller underforstått mellom partene i TRS-avtalen at First vil erverve hedgeaksjer.

First inngikk TRS-avtalen utelukkende ut fra forretningsmessige motiver. Formålet med Firsts erverv av hedge-aksjene i Sinvest var kun å sikre Firsts posisjon under TRS-avtalen. Det var ikke noe formål for First å bidra til at Aban eventuelt skulle forsvare en dominerende posisjon ved å trekke aksjer vekk fra markedet. Da First ble kontaktet av Aban i slutten av august 2006 med forespørsel om å inngå TRS-avtale, hadde First heller ingen opplysninger om at andre enn Aban var i ferd med å kjøpe seg opp i Sinvest. Det var derfor ingen kjente konkurrerende budgivere å blokkere da avtalen ble inngått.

First er heller ikke kjent med at Aban har hatt noe formål ved TRS-avtalen ut over økt finansiell eksponering i Sinvest. Normalkonsekvensen av en TRS-avtale er også at kjøper av risikoen får økt finansiell eksponering uten å måtte by på selskapet.

Alle vesentlige elementer i TRS-avtalen og relasjonene mellom partene hadde blitt forelagt Oslo Børs gjennom brev fra Abans advokat av 19. september 2006, slik at børsen hadde kunnskaper om alt dette. Dette gjelder både Abans eierandel i Sinvest, Abans styrerepresentasjon i Sinvest, tidligere kontraktsforhold mellom First og Aban, Abans formål med TRS-avtalen (økt eksponering uten å måtte by på hele Sinvest), Firsts betingelse om 100 % sikring av sin eksponering under TRS-avtalen, hvordan et eventuelt erverv av hedge-aksjer skulle skje, at eventuelle hedge-aksjer ville bli ervervet av First, og at Aban ikke ville ha noen rettigheter til disse, verken organisatorisk eller ved salg. Det kan ikke være riktig når børsen i sitt vedtak av 15. november 2006 skriver at de ikke var "kjent med detaljene i saken som begrunner konsolidering" Børsen oppga i brev av 25. september 2006 hvilke betingelser som måtte oppfylles for at en TRS-avtale ikke skulle utløse tilbudsplikt, og TRS-avtalen tilfredsstiller børsens betingelser både formelt og reelt. I børsens brev av 25. september 2006 er det ikke tatt forbehold eller lignende om at slike formål som børsen har tillagt partene i avtalen eventuelt kunne begrunne konsolidering. Børsen opplyste i sitt brev heller ikke at de vurderte å endre sitt syn på TRS-avtaler.

Børsstyret har i vedtaket lagt til grunn at det var "underforstått mellom partene at selger av risikoen vil erverve hedgeaksjer". Dette er helt ordinært ved TRS-avtaler, og dette ble også stilt som betingelse fra kredittkomitéen i First. Firsts erverv av aksjer må dermed for børsstyret anses som en sannsynlig konsekvens av TRS-avtalen. Det er imidlertid ikke slik at TRS-avtalen påla First å erverve hedge-aksjer for at Aban skulle ha kontroll over disse og/eller at aksjene skulle "parkeres". Aban har ingen rettigheter til aksjene.

Eventuell kunnskap om normalvirkningene av TRS-avtaler kan ikke innebære "forpliktende samarbeid" om utøvelse av aksjonærrettigheter.

Børsen har innhentet lydbåndopptak fra telefonsamtaler mellom meglere i First og potensielle selgere av Sinvest-aksjer, og har lagt vekt på at det i telefonsamtalene er uttalt at et kjøp vil være "på vegne av Aban". Dette må ses i sammenheng med at det i samtalene også refereres til at kjøpet skjer som ledd i at First er part i en TRS-avtale. De tre samtalene børsstyret særlig synes å ha festet seg ved, er ikke representative for de totalt 47 samtalene som ble gjennomført ved erverv av hedge-aksjene. Ingen av samtalene gir heller direkte uttrykk for at kjøp av aksjer skjer for Abans regning og risiko, tvert imot fremheves at First er kjøper av aksjene. Meglerne hadde for øvrig ikke slike kunnskaper om TRS-avtalen og partenes motiver mv. at de kunne danne seg noen kvalifisert oppfatning. Uansett kan spekulasjoner fra meglere ikke tillegges vekt ved spørsmålet om konsolidering, jf. at vilkåret i loven er "forpliktende samarbeid".

Når det gjelder forholdet mellom partene i saken for øvrig, har First ikke noen tilknytning til ICICI, som var Abans motpart i den andre TRS-avtalen, ut over First har utført kjøpsordre fra ICICI på Sinvest-aksjer. Aban og First inngikk den 15. november 2005 en mandatavtale der First ble engasjert som finansiell rådgiver i forbindelse med Abans

mulige oppkjøp av norske riggselskaper, der Sinvest og et annet selskap var navngitt. Etter Abans aksjekjøp opp til 39,7 % hadde First ingen avtalemessige økonomiske rettigheter eller oppgavemessige forpliktelser overfor Aban etter mandatavtalen.

Det anføres ikke at børsstyrets vedtak innebærer "usaklig forskjellsbehandling" etter forvaltningsretten, men hensynet til likebehandling, ensartet praksis, forutberegnelighet og innrettelse hos markedsaktørene tilsier at praksis og børsens svarbrev til Aban tillegges betydelig vekt.

Det anføres på denne bakgrunn at det ikke er faktisk grunnlag for konsolidering.

6.2 Børsstyret har foretatt uriktig rettsanvendelse

Det bestrides at vilkårene for konsolidering etter verdipapirhandelloven § 4-5, jf. § 1-4 nr. 5 er oppfylt. Både lovens ordlyd, forarbeider og formål, reelle hensyn, praksis fra børsen og børsklagenemnden og uttalelser i børssirkulære taler mot at vilkårene er oppfylt. Flere av de forhold børsstyret har lagt vekt på kan ikke anses relevante for den rettslige vurderingen etter § 1-4 nr. 4.

I følge forarbeidene til verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 5, jf. § 4-5 første ledd må det for at konsolidering skal kunne foretas, foreligge en stilltiende avtale mellom partene hvor forståelsen etter avtalen bør omfatte koordinert opptreden med et felles mål med sikte på en tilstrekkelig kontroll over selskapet. Et samarbeid kun med sikte på selve ervervet er ikke tilstrekkelig.

First er ikke kjent med Abans eventuelle formål med TRS-avtalen ut over økt finansiell eksponering i Sinvest. Dersom Abans formål skulle være å unngå å måtte by på Sinvest, kan dette uansett ikke ha betydning for spørsmålet om konsolidering. Dette er en normalkonsekvens av TRS-avtaler. Videre kan den ene parts ensidige formål med en TRS-avtale uansett ikke utgjøre et "forpliktende samarbeid" etter verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 5 eller noen "stilltiende avtale".

Et eventuelt ensidig formål fra Abans side kan heller ikke innebære "bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument", som også er et vilkår for konsolidering etter § 1-4 nr. 5.

First understreker at de ikke har hatt til formål å "parkere" Sinvest-aksjer. Under enhver omstendighet kan ikke en "parkering" av aksjer anses som grunnlag for konsolidering etter § 1-4 nr. 5. Ordlyden passer dårlig på en slik passiv opptreden, jf. at det der er et krav om "bruk" av rettighetene som eier av et finansielt instrument.

First hadde heller ingen plikt etter TRS-avtalen til å erverve hedge-aksjene. First har hatt stemmeretten til aksjene, og det kan enkelt tenkes situasjoner der First og Aban ville ha motstridende interesser.

Det at First etter forespørsel fra Aban valgte ikke å inngå en ny TRS-avtale den 14. oktober 2006, er også et viktig argument mot at det kan anses å foreligge noe forpliktende samarbeid.

Hensynet til likebehandling taler mot konsolidering i denne saken, jf. tidligere praksis fra børsen og børsklagenemnden. Dersom børsstyret ønsker å endre rettsstilstanden, bør dette fortrinnsvis skje gjennom lovendring, eller i det minste gjennom børssirkulære.

Reelle hensyn taler også mot konsolidering. I brev av 25. september 2006 fra børsen til Abans advokat har børsen gitt klare og uttømmende betingelser for at en TRS-avtale ikke skal utløse tilbudsplikt. First har vært åpne om TRS-avtalen hele veien både overfor børsen og markedet, og har innrettet seg lojalt ved å oppfylle samtlige betingelser som

børsen oppstilte i brevet. Ileggelse av tilbudsplikt vil dessuten ha meget stor økonomisk betydning for First.

Det er børsstyret som har bevisbyrden for at vilkårene for konsolidering er oppfylt. Det må i følge forarbeidene foreligge objektive omstendigheter for at konsolidering skal kunne foretas. Det er ikke tilfelle i denne saken.

Situasjonen i denne saken er ikke regulert i gjeldende verdipapirhandellov, og verken forarbeider eller utkast til nye regler om tilbudsplikt gir grunnlag for den lovforståelse børsen har lagt til grunn. Henvisningen til EUs direktiv om oppkjøpstilbud kan ikke tillegges vekt, da direktivet ikke kan tas til inntekt for at "frustrating the successful outcome of a bid" relaterer seg til virkningen av en finansiell avtale. Det er derimot formålet som er avgjørende, jf. "aimed" i direktivteksten.

Saken skiller seg også på vesenlige punkter fra en annen pågående sak, som gjelder spørsmål om tilbudsplikt i Eastern Drilling. Blant annet var det i sistnevnte sak offentlig kjent at det var budkamp mellom Ocean Rig ASA og Sea Drill da TRS-avtaler ble inngått. Partene hadde heller ikke forelagt TRS-avtalene for godkjenning for børsen på forhånd, og melde- og flaggeplikten var heller ikke overholdt.

Det anføres etter dette at lovens vilkår for å foreta konsolidering i saken ikke er oppfylt.

7. ICICI v/ advokat Anders Arnkværn har i hovedsak anført

Klagen gjelder faktiske forhold, se punkt 7.1 nedenfor, og rettanvendelsen, jf. punkt 7.2. ICICI anmoder børsklagenemnden om å oppheve børsstyrets vedtak av 25. oktober 2006, samt å fastslå at det ikke er grunnlag for konsolidering mellom ICICI, Aban og First eller å pålegge ICICI tilbudsplikt i Sinvest.

7.1 Det faktiske grunnlaget for børsstyrets vedtak

Børsstyret har ved sin beslutning om konsolidering lagt avgjørende vekt på at formålet med TRS-avtalen og ICICIs erverv av de underliggende Sinvest-aksjene etter børsstyrets oppfatning var å "parkere" de underliggende aksjene og derved forhindre Scorpions frivillige tilbud. Det er ikke riktig at dette var formålet med avtalen. Beslutningen om at Aban og ICICI skulle inngå TRS-avtale ble i realiteten fattet allerede 27. september 2006, det vil si lenge før Scorpion lanserte sitt frivillige tilbud. Avtalen ville ha blitt inngått uavhengig av Scorpions oppkjøpstilbud. Formålet med avtalen var at Aban ønsket en økt finansiell eksponering i Sinvest. Formålet med ICICIs aksjekjøp var å hedge ICICIs finansielle eksponering under TRS-avtalen.

Når det gjelder TRS-avtalen og forholdet mellom Aban og ICICI for øvrig, fremheves følgende i klagen punkt 3.1:

- Det forelå ingen plikt for ICICI til å kjøpe aksjer i Sinvest.
- ICICI hadde fulle eierbeføyelser over hedge-aksjene.
- ICICI er uavhengig av Aban og avtalen ble inngått på normale forretningsmessige vilkår.
- Løpetiden i avtalen er begrenset og oppgjørstidspunktet er gitt.
- Oppgjøret mellom partene er finansielt. Aban har ingen rett eller plikt til å kjøpe eventuelle Sinvest-aksjer fra ICICI ved avtalens utløp.
- Det foreligger ingen annen "underforstått" forståelse eller avtale mellom ICICI og Aban.

Det verken er heller har vært noen gjensidig forståelse eller annen form for forpliktende samarbeid mellom Aban og ICICI om utøvelse av aksjonærrettigheter i Sinvest.

Det er vedtaksmyndigheten som har bevisbyrden for at vilkårene for konsolidering er oppfylt. Det må i følge forarbeidene (NOU 1996:2 punkt 9.3.7) foreligge objektive

omstendigheter som tilsier et samarbeid som er tilstrekkelig forpliktende til at konsolidering skal foretas. Det er ikke tilfelle i denne saken.

På bakgrunn av ovennevnte anføres at det ikke er faktisk grunnlag for å konsolidere Aban og ICICI etter verdipapirhandelloven § 4-5, jf. § 1-4 nr. 5.

7.2 Det rettslige grunnlaget for børsens vedtak

ICICI anfører videre at det faktum børsstyret har lagt til grunn i sitt vedtak uansett ikke er tilstrekkelig for konsolidering etter verdipapirhandelloven § 4-5, jf. § 1-4 nr. 5. Børsstyret har i praksis konkludert med at inngåelse av én TRS-avtale og ett enkeltstående kjøp av aksjer for å sikre den finansielle eksponeringen i forbindelse med ett oppkjøpsforsøk er tilstrekkelig. Dette er det ikke dekning for i de relevante rettskilder.

Ordlyden i § 1-4 nr. 5 tilsier at bestemmelsen ikke kan hjemle konsolidering på et slikt grunnlag. Det skal i henhold til ordlyden kun foretas konsolidering med "noen som det må antas at vedkommende har et forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument".

Børsstyret har i denne saken i realiteten konsolidert på grunnlag av selve ervervet av aksjene, mens loven krever et forpliktende samarbeid om bruk av rettigheter som eier av det finansielle instrumentet.

Også forarbeidene til konsolideringsbestemmelsen underbygger at det ikke er tilstrekkelig grunnlag for konsolidering i saken, jf. særlig NOU 1996:2 pkt. 9.3.2, der det fremgår:

"Etter utvalget syn bør det som retningslinje legges til grunn at samarbeid i en enkelt sak i seg selv ikke vil være nok, med mindre den konkrete saken indikerer at de aktuelle aksjonærene reelt sett har et bredere samarbeid."

Noen slik indikasjon foreligger ikke i denne saken.

Børsstyret har vist til reelle hensyn og formålet med tilbudspliktreglene. Børsstyret har imidlertid i for liten grad lagt vekt på forutberegnelighet knyttet til regler av så dyptgripende karakter som tilbudspliktreglene. Vedtaket strider også mot den berettigede oppfatning de involverte parter hadde, blant annet på grunn lag av børs sirkulærer og tidligere praksis fra børsen, samt de avklaringer som på forhånd hadde funnet sted i forhold til børsen i denne saken, jf. børsens brev av 25. september 2006.

Børsstyret har vist til reglene i England, som er endret slik at TRS-avtaler omfattes av tilbudsplikten. Slike dyptgripende endringer i tilbudspliktregelverket må nettopp skje ved regelendring og ikke ved at man "strekker" konsolideringsreglene.

Det anføres etter dette at lovens vilkår for å foreta konsolidering ikke er oppfylt, selv om man legger børsens forståelse av faktum til grunn.

8. Børsklagenemndens vurdering

Konsolidering

Det rettslige utgangspunkt er at aksjer som eies eller erverves av en aksjeeiers nærstående, skal regnes like med aksjeeierens aksjer i forhold til reglene om tilbudsplikt, jf. vphl § 4-5 første ledd. En aksjeeiers "nærstående" vil blant annet etter vphl § 1-4 også være "noen som det må antas at vedkommende har et forpliktende samarbeid med..."

Det avgjørende for om konsolidering skal foretas, er om partene har hatt et slikt "forpliktende samarbeid" som loven viser til. Det foreligger ingen rettspraksis om

hvordan begrepet skal forstås, og forarbeidene til bestemmelsen inneholder ikke mer enn generelle drøftelser. Det er imidlertid klart at det mellom to parter som skal konsolideres, må foreligge i det minste en stilltiende forståelse, og at det foreligger en koordinert opptreden med et felles mål med sikte på en tilstrekkelig kontroll over selskapet, samt at det i første rekke er mer langsiktige former for samarbeid som er omfattet. Det er samtidig klart at det i forbindelse med et spørsmål om konsolidering skal foretas en konkret vurdering. I vedtaket av 25. oktober 2006 har børsstyret gitt en oversikt over lovbestemmelser, forarbeider og forvaltningspraksis knyttet til fortolkningen av begrepet, og børsklagenemnden viser til denne.

EU-direktiv nr 2004/25EF om overtakelestilbud skal i henhold til direktivets art 21 være gjennomført i den nasjonale lovgivning innen 20. mai 2006. Norge har imidlertid foreløpig ikke implementert direktivet i norsk rett. Direktivets art 2 har følgende ordlyd i dansk oversettelse:

Artikel 2 Definitioner

(1) I dette direktiv forstås ved:

.....

d) "personer, der handler i forståelse med andre": fysiske eller juridiske personer, som samarbejder med tilbudsgiveren eller målselskabet i henhold til aftale, der kan være udtrykkelig eller stiltiende, muntlig eller skriftlig, og som tager sigte på at opnå kontrol med målselskabet eller at lægge hindringer i vejen for tilbuddet"

I følge NOU 2005:17 punkt 5.4 er art 2 i samsvar med norsk rett. Utvalget som har utredet behovet for lovendringer som følge av ovennevnte direktiv, har lagt til grunn at det ikke kreves endringer i norsk rett på dette punkt. Dette må anses å være et relevant moment i den helhetsvurderingen som må foretas ved tolkningen av gjeldende regler i verdipapirhandeloven.

Formålet med tilbudspliktreglene er likebehandling av aksjonærer ved blant annet å gi minoritetsiere en del av "kontrollpremien" som en tilbyder betaler for aksjene som gjør at det oppnås kontroll. Videre skal minoritetsierne gis adgang til å revurdere sin investering, dersom en aksjeeier oppnår kontroll i selskapet. Både omgåelses- og rimelighetsbetraktninger ligger til grunn for konsolideringsregelen, og det er klart at ved anvendelse av regelen må det ses hen til hensynene bak selve tilbudsplikten.

Børsklagenemnden la i sak Orkla ASA / Nordstjernen (sak 1/2003) til grunn at man ved fortolkningen av "forpliktende samarbeid" er henvist til å ta utgangspunkt i det som er formålet med konsolideringsplikten for "nærstående", nemlig å regulere situasjoner der flere rettssubjekter har kontroll i et selskap på en slik måte at de reelt må anses å opptre som en enkelt eier. Børsklagenemnden la videre til grunn at det ikke er nødvendig med noen avtale, og at kravet om "forpliktende samarbeid" ikke medfører at det må foreligge en rettslig forpliktelse. Det er tilstrekkelig med sterke bindinger og omstendigheter som gjør at forholdet må likestilles med en avtale. Denne forståelsen er overensstemmende med EUs direktiv gjengitt over.

Børsklagenemnden finner det ikke tilstrekkelig sannsynliggjort at Aban og henholdsvis First og ICICI ved inngåelsen av TRS-avtalene har hatt en felles forståelse om at Aban skulle kjøpe Sinvest-aksjene ved avtalenes utløp. Likeledes legges det til grunn at avtalene ble til etter Abans initiativ. Det er heller ikke noen uttrykt plikt til å erverve aksjer under avtalen. Spørsmålet blir etter dette om det likevel må antas å ha foreligget en gjensidig forståelse om bruk av aksjonærrettigheter. I så fall blir konsolideringsbestemmelsen aktuell selv om TRS-avtalene ikke inneholder uttrykkelige bindinger om bruk av aksjonærrettigheter.

First og ICICI hadde i avtaleperioden ingen kursinteresse i Sinvest-aksjene under TRS-avtalene. Den lå hos Aban. Imidlertid er det praksis i markedet at selger av risikoen i slike avtaler kjøper aksjer for å sikre sin kursrisiko. TRS-avtalene var da også basert på en kurs som fullt ut reflekterte kostprisen for hedgeaksjene. Også ved avviklingen av hedgen vil de faktiske salgskursene føres videre på kjøper fullt ut. Det er usannsynlig at First og ICICI skulle stemme for aksjene, i det den egeninteressen en alminnelig aksjeeier har i stemmeretten, ikke foreligger hos disse så lenge TRS-avtalene løper. Man kan heller ikke slutte at de ville stemme for sine aksjer i en sak der det eventuelt hadde vært viktig for Aban. For avtalemotpartene var dette en finansiell operasjon og betalt som sådan.

Det er på det rene at Oslo Børs generelt har lagt til grunn at TRS-avtaler på visse vilkår ikke innebærer konsolidering. Dette er også lagt til grunn i tidligere børspraksis og børsens sirkulære 1/2003. Vilklårene er også konkret meddelt Aban i et brev som svar på en forespørsel fra selskapets advokat før avtalene ble inngått.

At det inngås TRS-avtaler med ovennevnte konsekvenser er således ikke tilstrekkelig til at det skal foretas konsolidering mellom de to avtalepartene. Det må i tillegg foreligge en felles forståelse mellom partene om å benytte TRS-avtalene og kjøp av hedging aksjene for å hindre oppkjøp fra andre.

Ca 8,5 % av aksjene i Sinvest var omfattet av TRS-avtalene og realiteten er at disse aksjene ble effektivt parkert og vanskeliggjorde tredjeparts bud på selskapet. Det er etter børsklagenemndens oppfatning sannsynliggjort at både Aban og First og ICICI som erfarne aktører i verdipapirmarkedet forsto at TRS-avtalene faktisk ville føre til dette, og at konsekvensen av avtalene var at ingen ville utøve stemmerett for aksjene. Dette økte Abans relative eierandel og innflytelse i Sinvest.

Med en tilbudsgrense på 40% vil en aksjonær ofte ha kontroll oppunder grensen, men aksjonæren vil lett passere tilbudsgrensen dersom han forsvarer sin kontroll ved selv å erverve aksjer. Aksjer som erverves med det formål å opprettholde og forsvare hovedaksjonærs kontroll vil inneholde en kontrollpremie som de øvrige aksjonærer ikke får del i. Abans TRS-avtaler er gjort til høye kurser. Det betyr at de aksjonærene som ikke ble kontaktet av First da hedging-aksjene skulle kjøpes, ikke mottok noen kontrollpremie, men antakelig ble forhindret fra å få et slikt tilbud.

Aban eide på tidspunktet for TRS-avtalene ca 39,7% av Sinvest. De to TRS-avtalene omfatter til sammen 8,5% av aksjene. Den økonomiske realitet er at Aban, etter inngåelse av den første TRS-avtalen, hadde den økonomiske interessen til mer enn 40% av aksjene i Sinvest, og at Aban også hadde en form for kontroll over mer enn 40 % av stemmene.

Selv om Aban har hevdet at beslutningstidspunktet for den ene TRS-avtalen lå forut for Scorpions bud, var iverksettelsestidspunktet for avtalen etter at budet ble kjent. Dette medførte rent faktisk at Scorpions tilbud ble forhindret. Også det faktum at ICICI kjøpte store mengder hedge-aksjer i helgen underbygger at Scorpions overtakelsestilbud faktisk ble hindret av TRS-avtalene.

Når børsklagenemnden har kommet til at det skal foretas konsolidering i dette tilfellet, er det også begrunnet med at det foreligger konkrete opplysninger i denne saken som underbygger at partene må konsolideres. Det gjelder lydopptak innhentet fra First i forbindelse med erverv av hedging-aksjene der det fremgår at dette var et kjøp for Aban, og at formålet også var å unngå at andre fikk kontroll. Opptakene gjelder flere meglere og selgere av aksjer. Videre er det fra Aban eksplisitt uttalt at ett av formålene med TRS-avtalene var å unngå å måtte by på Sinvest. I tillegg kommer at avtaletidspunktet for den siste TRS-avtalen var etter at Scorpion hadde varslet sitt bud. Ut fra de omstendigheter under hvilke ICICIs hedge-aksjer ble kjøpt, må det legges til grunn at også ICICI var kjent med dette ved avtaleinngåelsen.

Abans advokat kontaktet børsen på forhånd og redegjorde for alle vesentlige elementer i TRS-avtalene og relasjonene mellom partene slik at børsen hadde kunnskaper om alt dette. Det er ikke påstått å foreligge noen form for regelbrudd eller forsøk på å skjule de handlingene som ble foretatt for børsen eller markedet. Imidlertid kan en slik åpenhet i seg selv ikke være tilstrekkelig til at konsolidering ikke skal foretas. Åpenheten omfattet de faktiske og formelle forhold, mens det avgjørende når det gjelder konsolidering vil være avtalepartenes felles forståelse av TRS-avtalenes virkning, og at de benytter avtalene for å vanskeliggjøre andres forsøk på å oppnå kontroll. Aktørene i verdipapirmarkedet må kunne tilpasse seg de til enhver tid gjeldende regler. Det forutsettes imidlertid at denne tilpasningen er lojal i forhold til reglene og formålet bak dem. Tilpasning ved kun å sørge for formelle forhold kan ikke hindre konsolidering. I denne saken tilsier de reelle forhold som har kommet frem at konsolidering skal skje.

På bakgrunn av ovennevnte legger børsklagenemnden til grunn at Aban, First og ICICI ved avtaleinngåelsen henholdsvis den 29. september og den 14. oktober 2006 hadde en felles forståelse om at Sinvest-aksjene ville bli parkert, og hindret derved at andre fikk kontroll i selskapet.

Konklusjonen blir etter dette at Aban, First og ICICI konsolideres etter vphl § 4-5, jf § 1-4 nr 5.

Børsklagenemnden traff etter dette slikt enstemmig

v e d t a k:

Børsstyrets vedtak av 25. oktober 2006 om å konsolidere Aban, First og ICICI i forhold til reglene om tilbudspått for så vidt gjelder aksjene i Sinvest ASA blir å stadfeste.

6.1.6 Utsatt iverksetting av godkjenning av pliktig tilbud (brev av 12.10.2006)

Det vises til sakens korrespondanse, senest Oslo Børs' brev av 11. oktober d.å. og svarbrev fra Seadrill Ltd (Seadrill) av 12. oktober d.å.

Oslo Børs mottok den 10. oktober 2006 klage over børsens godkjenning av tilbudsprisen i Seadrills pliktige tilbud på aksjer i Eastern Drilling ASA (Eastern), jf. børsmelding av 11. oktober. I klagen anføres det at Oslo Børs bør utsette vedtaket om godkjenning av det pliktige tilbudet og tilbudsprisen, slik at den resterende perioden av akseptperioden under det pliktige tilbudet begynner å løpe igjen når klagen er avgjort.

Børsen har forelagt Seadrill spørsmålet om å utsette vedtaket. Seadrill har i brev av 12. oktober anført at vedtaket ikke bør utsettes, bl.a. fordi Oslo Børs mangler hjemmel til å fatte en slik beslutning, samt at en utsettelse vil være forretningsmessig uakseptabel.

Etter forvaltningsloven § 42 første ledd kan iverksetting av et forvaltningsvedtak utsettes inntil en klage er avgjort. Det er klart at bestemmelsen omfatter vedtak fattet av forvaltningsorgan som *skal* iverksettes. Seadrill anfører i sitt brev at vedtak som er iverksatt, ikke er omfattet av bestemmelsen og at det således ikke kan fattes en beslutning om (videre) utsatt iverksetting.

Lovgrunnen bak forvaltningsloven § 42 er hensynet til klageren all den tid gjennomføringen av et vedtak vil kunne påføre en klager betydelige kostnader. Det kan reises spørsmål om ordlyden i bestemmelsen omfatter vedtak som er iverksatt, jf. "ikke skal iverksettes før...". En slik tolkning vil medføre at oppsettende virkning bare kan besluttes der et forvaltningsvedtaks rettsvirkninger ligger frem i tid. Etter Oslo Børs'

vurdering har en slik forståelsen formodningen mot seg, ettersom virkeområdet til bestemmelsen ville blitt relativt begrenset. Det synes derved riktig at forvaltningsloven § 42 både omfatter vedtak som skal iverksettes, og vedtak som er iverksatt. Etter børsloven § 5-14 gjelder forvaltningsloven for vedtak Oslo Børs fatter i medhold av verdipapirhandeloven kapittel 4. Oslo Børs kan derved utsette den videre iverksettingen av godkjenningen av Seadrills pliktige tilbud og tilbudspris, inntil klagen er avgjort.

Tilbudsperioden under Seadrills pliktige tilbud løper til 16. oktober 2006. Det er ikke realistisk at klagen vil kunne realitetsbehandles innen dette tidspunktet. Hensynet til aksjonærene i Eastern taler med dette for at videre iverksetting av børsens godkjenningsvedtak, utsettes inntil klagen er avgjort.

Seadrill anfører i brevet av 12. oktober at utsatt iverksetting av børsens vedtak er forretningsmessig uakseptabel. Ett av flere momenter som trekkes frem i denne forbindelse er kostnadene knyttet til forlengelse av garantien under tilbudet. Oslo Børs ser relevansen av disse anførselene og er av den oppfatning at hensynet til Seadrill taler mot å gi vedtaket oppsettende virkning. Klagen i saken synes imidlertid foranlediget av forhold som verken Oslo Børs eller markedet var kjent med da tilbudet og tilbudsprisen ble godkjent. Det vises her til Seadrills børsmelding av 5. oktober med forsinket primærinnsidermelding vedr. bl.a. derivatkontrakter med Eastern-aksjen som underliggende. De nye opplysningene taler i retning av å fatte en beslutning om oppsettende virkning.

Det vil i teorien være mulig å behandle klagen etter utløp av tilbudsperioden. Dette vil imidlertid, etter børsens vurdering, reise flere usikre spørsmål og medføre mindre forutsigbarhet enn om videre iverksetting av vedtaket utsettes til klagen er avgjort.

Oslo Børs har etter dette kommet til at videre iverksetting av godkjenningen av Seadrills pliktige tilbud på aksjene i Eastern, utsettes inntil klagen er avgjort.

Beslutningen om utsatt iverksetting medfører at tilbudsperioden "fryses" under klagebehandlingen. Med mindre vedtaket om godkjenning blir omgjort under klagebehandlingen, vil den resterende tiden av tilbudsperioden – dvs. fem dager – begynne å løpe etter at klagen er avgjort og dokument med angivelse av ny akseptperiode har blitt godkjent av Oslo Børs. Dokumentet skal inneholde garanti iht. verdipapirhandeloven § 4-10 syvende ledd med tilhørende forskrift og øvrige endringer som følger av at akseptperioden forlenges. Dokumentet skal offentliggjøres gjennom børsens meldingssystem. Oslo Børs ber Seadrill vurdere om tilbudsperioden bør forlenges med inntil to uker, jf. verdipapirhandeloven § 4-11.

For øvrig bemerkes det at børsen ikke deler Seadrills oppfatning av at enhver aksjonær under et pliktig tilbud kan pretendere og ha et krav om høyere tilbudspris, og således trenere gjennomføringen av tilbudet. Det må være klart at kun kvalifiserte klager over tilbudsprisen vil medføre en realitetsbehandling fra børsens side. Det bemerkes også at børsen de senere årene har behandlet klager over tilbudspris i tilbudsperioden og at bakgrunnen for at dette ikke er mulig her at Seadrill ikke informerte børsen om de finansielle instrumentene som saken gjelder, under børsens godkjenning av tilbudet.

6.2 FRIVILLIGE TILBUD

6.2.1 Ad Scorpions betingede tilbud om kjøp av aksjer i Sinvest – grensen mellom kjøpsinteresse og frivillig tilbud (epost 15. oktober 2006)

Jeg viser til telefonsamtale tidligere i dag vedrørende børsmelding fredag 13. oktober om betinget tilbud om kjøp av mer enn hhv 44 og 50 prosent av aksjene i Sinvest. Som nevnt er budet slik det er formulert i børsmeldingen og slik det er oppfattet av gårsdagens aviser slik at det omfattes av reglene

om frivillig tilbud i verdipapirhandelloven. Dette innebærer blant annet at det skal forhåndsgodkjennes av børsen, inneholde et visst minimumsinhold og sendes samtlige aksjonærer.

Jeg viser for ordens skyld til tilsvarende problemstilling fra tidligere i år i vedlagte epost vedrørende Seadrills tilbud på Smedvig som også er adressert til bl a Pareto. Saken og børsens evt reaksjoner forholder seg nokså tilsvarende for herværende sak.

Som avtalt ber vi om tilbakemelding så snart som mulig, og senest innen børsåpning i morgen. Dersom vår oppfatning beror på en misforståelse vil det trolig være påkrevet med børsmelding som presiserer det forhold som ikke gjør dette til en frivillig tilbud etter verdipapirhandelloven.

Oslo Børs er - som for Smedvigbudet - villig til å bidra med rask saksbehandling av et tilbudsdokument for å rette opp eventuelle feil.

Vi imøteser etter dette Deres tilbakemelding senest kl 08.30 mandag morgen. Ta gjerne kontakt dersom det er behov.

6.2.2 Voluntary offer for the outstanding shares in Global Geo Services ASA (brev av 05.07.2006)

Reference is made to stock exchange notice from SeaBird Exploration Limited (BVI) ('SeaBird') 16 June 2006 where SeaBird notified the market of the company's intention to submit a voluntary offer to purchase all the outstanding shares in Global Geo Services ASA ('GGS'). Reference is also made to draft offer document received 15 June 2006 and correspondence related to this.

We quote the following from the stock exchange notice of 16 June ('SBX bids for GGS shares'):

'The purchase price per GGS share under the Offer will be NOK5.25 and will be settled in cash.

[...]

It is envisaged that a formal offer document will be published on or about 22 June 2006. The offer period is expected to start on or about 22 June 2006 and last until 6 July 2006, subject to extensions.

Completion of the Offer will be subject to inter alia the following conditions:

- SeaBird reaching an ownership of more than 50% of the shares in GGS;*
- receipt of necessary consents and waivers, including competent authorities and material business partners of GGS; and*
- the absence of a material adverse change to the business, assets, capitalization, financial condition or results of operations of GGS.'*

In stock exchange notice of 20 June 2006, SeaBird maintained its intention to submit the offer. However, as a consequence of the postponement of the AGM in GGS, SeaBird envisaged that a formal offer document would be published on or about 3 July 2006.

On 26 June 2006, SeaBird published a stock exchange notice setting out a new condition for the offer:

'The year end 2005 annual audited accounts of GGS were released on 22 June 2006. Having taken an initial review of these, SeaBird is of the opinion that it would need further information, in particular regarding the financing of GGS, and

furthermore performing detailed due diligence investigations of GGS in relation to the contemplated offer. SeaBird has therefore sent a formal request to GGS to be allowed to perform a detailed due diligence review. The potential offer will on this basis also be conditional upon Seabird conducting a due diligence review of GGS with, for Seabird, satisfactory findings, in particular with respect to GGS's debt loan and Seabird acceptance of terms and conditions of various GGS financing agreements.'

The notice was followed up by stock exchange notice of 29 June 2006:

'SeaBird ... sent a formal request to GGS on 25 June 2006 to be allowed to perform a detailed due diligence review during the contemplated offer period. Today, SeaBird has been informed by the Board of GGS that they have rejected that request.

As a result, SeaBird will not be in a position to launch a voluntary offer as previously indicated.'

As far as we can see, the offer presented in the stock exchange notice 16 June 2006 was not conditioned on a detailed due diligence review. We assume that all major conditions for the offer were mentioned in the stock exchange notice of 16 June. Oslo Børs therefore requests SeaBird to outline the background for the introduction of the additional due diligence condition. Further, we would like your views as to whether the company considers that it was legally entitled to introduce such new condition and whether SeaBird consider to be obliged to carry out the offer according to Norwegian securities or contract law.

We await your response at your earliest convenience, and no later than 12 July 2006.

7. MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER

7.1 NYE MEDLEMMER 2006

<u>Foretak</u>	<u>Vedtaksdato</u>
Bankaktiebolaget Avanza	01.06.2006
FIM Securities Ltd.	25.04.2006
HSBC Bank plc London	15.02.2006
Jefferies International Limited	21.08.2006
Knight Equity Markets Int.	22.03.2006
Nyenburg Beheer B.V.	21.08.2006
Societe Generale	25.04.2006
Storebrand Bank ASA	07.04.2006
Sydbank A/S	25.04.2006

7.2 OVERTREDELSER

7.2.1 Kaupthing ASA – feiltasting (Børsklagenemndens sak 1/2006)

Avgjørelse 13. mars 2006 av klage fra Kaupthing ASA (Kaupthing, selskapet, klager) over børsens vedtak 16. desember 2005 om å ilegge Kaupthing ASA et overtredelsesgebyr for gjentatte brudd på børsens handelsregler NMR (Norex Member Rules) 4.6.1 og børsforskriften § 13-3 annet ledd.

1 Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Styret i Oslo Børs fattet den 16. desember 2005 vedtak med slik konklusjon (ett medlem av styret dissenterte):

"Børsstyret vedtok å ilegge Kaupthing ASA et overtredelsesgebyr stort NOK 500.000, jfr. NMR 4.11.9 og børsforskriften § 25-8 for gjentatte brudd på henholdsvis NMR 4.6.1 og BF 13-3 annet ledd.

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden. Klagefristen er to uker."

Thommesen Krefting Greve Lund, ved advokat Marianne Bergman Røren, har på vegne av Kaupthing påklaget børsens vedtak i brev av 11. januar 2006.

Klagen ble behandlet på børsens styremøte 24. januar. Børsstyret fant ikke grunn til å omgjøre sitt vedtak av 16. desember 2005. Saken ble derfor i brev av 25. januar 2006 oversendt nemnden for behandling jf. børsforskriften § 26-3 første ledd og forvaltningsloven § 33.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 13. februar 2006. Ved behandlingen og avgjørelsen deltok Bjørg Ven (leder), John Giverholt, Trygve Bergsåker, Norunn Dale Seland og Bernt S. Zakariassen.

2 Kort om selskapet

Kaupthing er en islandsk forretningsbank med hovedkontor i Reykjavik. Selskapet fusjonerte med Bunadarbanki i mai 2003 og er blant de ti største bankgruppene i Norden. Kaupthing har de senere årene ekspandert internasjonalt, spesielt i de nordiske landene. Kaupthing kjøpte det norske meglerhuset Sundvall AS i 2004 og ble ved dette medlem på Oslo Børs fra og med 29. mars 2004.

3 Sakens bakgrunn

Børsen har siden juli 2005 registrert at Kaupthing ved syv anledninger har lagt inn ordrer i børsens handelssystem som har avveket betydelig fra aktuell markedskurs.

I to tilfeller medførte ordreinnleggelsene at det ble sluttet handel i børsens handelssystem til klart feil kurs. Børsen valgte i begge tilfellene å innføre børs pause i aksjene og slette transaksjonene som ikke representerte aktuell markedsverdi, jfr. NMR 4.7.1 og NMR 5.7.1. Forholdene kunne ha medført betydelige tap for meglerhuset hvis børsen ikke hadde grepet inn. Etter børsens beregninger kunne potensielt tap samlet ha beløpt seg til ca. NOK 131 millioner. I de øvrige tilfellene har børsen registrert mindre kursforstyrrelser, men ikke tilstrekkelig til at det er blitt foretatt noe i forhold til kursnoteringen.

Børsen har i vedtaket av 16. desember gitt følgende kronologiske oversikt over de forskjellige tilfellene hvor Kaupthing har lagt inn ordrer som vesentlig avviker fra aktuell markedsverdi, samt hva børsen har foretatt seg overfor børsmedlemmet og markedet:

3.1 Innlegging av ordre som vesentlig avviker fra aktuell markedskurs i Storebrand ASA (STB)

Den 6. juli 2005 kl. 14:56 la en børsrepresentant i Kaupthing inn en kjøpsordre på 10.000 aksjer i STB til kurs NOK 143. Siste omsetning forut for denne ordreinnleggelsen var på kurs NOK 64,75. Feiltastingen fikk ikke merkbar betydning for markedet. Børsen forfulgte derfor ikke forholdet videre.

3.2 Innlegging av ordre som vesentlig avviker fra aktuell markedskurs i Kongsberg Automotive Holding (KOA)

Den 7. juli 2005 kl. 11:53 ble det av en børsrepresentant i Kaupthing lagt inn en kjøpsordre på 10.000 aksjer i KOA til kurs NOK 135,50. Siste omsetning forut for denne ordreinnleggelsen var på kurs NOK 47. Heller ikke i dette tilfellet medførte feiltastingen forstyrrelser i markedet. Børsen valgte ikke å forfølge hendelsen.

3.3 Innlegging av ordre som vesentlig avviker fra aktuell markedskurs i Det Norske Oljeselskap (DNO)

Den 10. august 2005 kl. 14:26 la en megler i Kaupthing inn en kjøpsordre på 100.000 aksjer i DNO til kurs NOK 10.000. Ordrens størrelse var således på NOK 1 milliard. Siste omsetning forut for denne ordreinnleggelsen var på kurs NOK 31,50. Feiltastingen medførte at kursen i DNO flyttet seg fra NOK 31,50 til NOK 31,70.

Oslo Børs kontaktet børsrepresentanten i Kaupthing som utførte ordren. Han forklarte at han hadde ignorert to systemalarmer under ordreinnleggelsen. Børsen foretok ikke ytterligere undersøkelser men bemerket saken. (...)

3.4 Innlegging av ordre som vesentlig avviker fra aktuell markedskurs i PA Resources AB (PAR)

Den 15. august 2005 kl. 10:26 la Kaupthing inn en salgsordre på 1.300.000 aksjer i PAR til kurs 2,08. Sist omsatte kurs i PAR på dette tidspunktet var NOK 104,50. Salgsordren som ble lagt inn sluttet alle kjøpsordrene som lå i ordreboken. Den ikke markedsriktige ordren ble liggende som beste selger på kurs NOK 2,08 med et volum på 1.292.800 aksjer. Disse aksjene ble i løpet av 20 sekunder sluttet av innlagte kjøpsordre. Det potensielle tapet knyttet til ordreinnleggelsen var således ca. NOK 131,8 millioner (102 x 1.292.800). Kursutslaget knyttet til ordreinnleggelsen var ca 98%, og børsen innførte børs pause kl. 10:28 for å undersøke hendelsen nærmere. Det ble deretter besluttet å slette de ikke markedsriktige transaksjonene (22 handler).

På henvendelse fra børsen opplyste Kaupthing at ordreinnleggelsen berodde på menneskelig feil. Det var meningen å legge inn en ordre på 1.300.000 aksjer til kurs NOK 2,08 i Pan Fish ASA. I et internt notat som senere er oversendt Oslo Børs og Kredittilsynet, har megleren som utførte ordren forklart følgende:

"Jeg fikk kl. 10.26 inn salgsordre på 1,3 mill. aksjer i Pan Fish ("PAN") - limitert til 2,08. Denne ble lagt inn i vårt handelssystem (Amis) umiddelbart, hvor vi skulle vise 200.000 og skjule resten. Ved en tastefeil ble ordren lagt inn som PAR (PA Resources) istedenfor PAN.

Det kom opp et spørsmål om å bekrefte ordren før den gikk til børs. Jeg antok automatisk at det var beløpet det ble spurt om, og tastet den igjennom fordi jeg satt fortsatt i telefon med samme kunde. Kunden ønsket å legge inn flere ordrer og vi diskuterte videre hva han ønsket. Advarselen som kom var mer spesifikk og det så jeg dessverre for sent og etter at feilen var begått."

(...)

Oslo Børs er opptatt av at de tekniske systemene som børsmedlemmene bruker mot børsens handelssystem på best mulig måte hindrer at feilordrer blir lagt inn i handelssystemet. Børsen ønsket derfor en ytterligere redegjørelse fra Kaupthing på hvorfor en ikke markedsriktig ordre ikke ble stoppet før den kom inn i den elektroniske ordreboken, herunder hvilke systemfiltre selskapet benytter for å begrense omfanget av uriktige ordrer.

I email av 18. august 2005 ga Kaupthing en beskrivelse av systemfiltrene som benyttes, og hva som gikk galt i forbindelse med ordreinnleggelsen. Redegjørelsen er vedlagt saken som Bilag 4, samt summarisk gjengitt nedenfor:

"Kaupthing benytter følgende filtre/alarmer ifb. med ordreinnleggelse:

a) Ved salgsordre viser databilde rødt og ved kjøpsordre viser databildet blått.

b) Overstiger børsordren kr. 1 mill., må megleren bekrefte ordren. Når dette er gjort og riktigheten bekreftes, overføres ordren på Børs. Den har ja som default.

c) Legges det inn ordre som avviker mer enn 1,1% fra spreaden, må megleren bekrefte ordren. Når dette er gjort og riktigheten bekreftes, overføres ordren på Børs. Den har ja som default.

Vi vil først beklage det inntrufne og presisere at vi ser svært alvorlig på hendelsen og har all hensikt å gjøre det vi kan til å forhindre lignende feil i fremtiden. Et strakstiltak som blir gjort er å endre default fra ja til nei.

Det ligger i sakens natur at mennesker vil kunne overprøve datavarslinger. I dette konkrete tilfellet var det fullstendig menneskelig glipp, som selvfølgelig ikke skal skje, men kan skje i en "stress situasjon". Vi vil vurdere å implementere en rutine hvor varsler blir gjort mer tydeligere ved unormale ordreinnleggelser, samt godkjenning av andre personer en den som legger in ordren, for den sendes videre til Børs. Dette mener vi vil begrense risikoen av at slike feil gjentar seg."

Børsen fant den feilaktige ordreinnleggelsen så alvorlig at det ble reagert med et kritikkbrev til Kaupthing, hvor selskapet også fikk en advarsel for forholdet. Kopi av brevet er vedlagt som Bilag 5. Hovedpunktene er gjengitt nedenfor:

"I det foreliggende tilfelle har vedkommende børsrepresentant lagt inn en salgsordre som avvek med ca 98% ifht siste omsatt. I følge deres rutiner skulle således børsrepresentanten, slik børsen har forstått det, motta tre advarsler/alarmer om at det ikke var mulig å sende ordren til børsen. Børsrepresentanten må således ha trykket seg gjennom alle disse alarmene.

Børsen ser det som kritikkverdig at megler her har trykket seg gjennom tre alarmer uten å reagere. Det faktum at det i alarmteksten opplyses om hvor mange prosent avviket er fra spread, og da i dette tilfelle et avvik på 98%, ser børsen på som skjerpene hva gjelder at megler har trykket seg gjennom.

Børsen har med bakgrunn i nevnte vurdert det som tilstrekkelig med en advarsel fra Markedsovervåkingen til børsmedlemmet, men vil også peke på at børsrepresentanten etter vår vurdering har opptrådt kritikkverdig. Børsen viser herunder til at en megler er betrodd oppgaven med å utføre handelsordre i handelssystemet. En megler utfører således daglig et stort antall ordre. Han er således en nøkkelperson i omsetningen av verdipapir med den risiko for å gjøre feil som følger med stillingen. For å opprettholde tilliten til markedets integritet er det såldes viktig at børsrepresentantene utfører ordre med stor aktsomhet. Det vil kunne være skadelidende for verdipapirmarkedet dersom børsrepresentantene neglisjerer, etter børsens vurdering, grunnleggende tiltak som er satt for å hindre ikke markedsriktige ordre å komme inn i handelssystemet."

3.5 Innlegging av ordre som vesentlig avviker fra aktuell markedskurs i Itera Consulting Group ASA (ITE)

Den 28. september 2005 kl. 12:54 ble det av en børsrepresentant i Kaupthing lagt inn en salgsordre på 18.000 aksjer i ITE til kurs NOK 1,94. Siste omsetning forut

for denne ordreinnleggelsen var på kurs NOK 3,94. Feiltastingen medførte ikke forstyrrelser i markedet, og børsen valgte ikke å forfølge hendelsen.

3.6 Innlegging av ordre som vesentlig avviker fra aktuell markedskurs i Farstad Shipping ASA (FAR) og Stolt Nielsen ASA (SNI)

Den 28. oktober kl. 10:08 la Kaupthing inn en salgsordre på 10.000 aksjer i FAR til kurs 21,20. Beste kjøpsorde i FAR var på dette tidspunktet NOK 83.

Salgsordren som ble lagt inn sluttet alle kjøpsordene som lå i ordreboken. Den ikke markedsriktige ordren ble liggende som beste selger på kurs NOK 21,20 med et volum på 8.500 aksjer. Disse aksjene ble i løpet av 40 sekunder sluttet av innlagte kjøpsordre. Det potensielle tapet knyttet til ordreinnleggelsen var således ca. NOK 525.000 (61,8 x 8.500). Kursutslaget knyttet til ordreinnleggelsen var ca 75% og børsen innførte børspause kl. 10:09 for å undersøke hendelsen nærmere. Børsen slettet deretter alle omsetninger fra kurs NOK 21,20 til og med kurs NOK 75 (5 handler).

På henvendelse fra børsen opplyste Kaupthing muntlig at ordreinnleggelsen berodde på en feil. Børsrepresentanten hadde hatt til hensikt å legge inn en salgsordre i Fast Search and Transfer ASA.

Børsen ønsket imidlertid en skriftlig redegjørelse for forholdet. Dette ble gitt av Kaupthing i brev av 31. oktober 2005. Kopi av brevet er vedlagt som Bilag 6. Meglers forklaring som utgjør en del av redegjørelsen er gjengitt nedenfor:

"Da ordrebildet ble trykket opp "traff" jeg feil ticker-kode FAR, som er koden ved siden av FAST. Ordren ble lagt inn med kode under "bid-kursen" som var 21,30 i FAST, og følgelig overså jeg advarselen jeg fikk om at kursen var under "bidet". I ettertid er dette en opplagt tabbe fordi det prosentuelle avviket jeg må ha fått melding om var vesentlig høyere enn det jeg la opp til. Jeg la limit 21,20."

Samme dag som hendelsen i FAR, oppdaget børsen at Kaupthing også hadde lagt inn en salgsordre på 5.000 aksjer til kurs NOK 22 i SNI. Beste kjøper i ordreboken lå på dette tidspunktet inne med kurs NOK 225. Ordren var lagt inn klokken 15:59:32 og førte til at kursen i SNI falt fra NOK 225 til NOK 221 før børsen stengte.

Børsen besluttet ikke å slette omsetningene som ble utløst av denne ordren, men ba også for denne hendelsen om en skriftlig redegjørelse på hvorfor det ble lagt inn en ordre som sterkt fravek børskurs. I email av 7. november 2005 redegjorde Kaupthing for saken. Meglers forklaring på hva som skjedde var tatt inn som del av redegjørelsen og gjengis nedenfor. Hele redegjørelsen er vedlagt som Bilag 7.

"[Kunden] ringte rett før børs slutt for å selge 5k Stolt Nielsen på limit 225,--fort fort fort..Jeg feil tastet og solgte kun 800 aksjer på 225-resten lavere,-og snitt kursen på salg av 4,100 ble 222,231707. Når jeg fant ut feilen,-prøvde jeg å ringe gjenstående selgere på 224,-de ville ikke selge i ettermarkedet,-jeg la da ordren til inndekning i USA,-samt det resterende salget til [kunden] på 4,100 aksjer på 225. Ingen her Ønsket at Stolt Nielsen skulle ende ned,-[kunden] hadde kjøpt aksjene på en lavere kurs tidligere på dagen,-og ønsket en hyggelig gevinst. Det var en meget stresset situasjon når dette skjedde,-det var JEG som gjorde en feil,-systemene her fungerer bra. Jeg beklager på det sterkeste."

Det fremgår videre av vedtaket at børsen i løpet av 2005 har avdekket en ikke ubetydelig økning i antall feilaktige ordreinnleggelses i Saxess fra autoriserte børsrepresentanter. Dette anses som et ikke ubetydelig problem for børsen og markedet. Basert på børsens erfaringer ble det derfor sendt en likelydende email til alle børsmedlemmene den 25. oktober 2005 hvor medlemmene ble gjort oppmerksomme på

at Oslo Børs i større grad ville fokusere på problemet i tiden fremover. Kaupthing mottok emailen tre dager før feiltastingen i FAR og SNI fant sted.

4 Børsens vedtak

Børsen viser innledningsvis til at det følger av børsens handelsregler, fastsatt i medhold av børsloven § 5-1 tredje ledd, at:

"Ordre innlagt i ordreboken, automatisk sluttede handler og manuelle handler må gjenspeile den aktuelle markedsverdien for vedkommende instrument og utgjøre reelle ordre og omsetninger. Det samme gjelder ordre som er gjenstand for akseptslutning."

Videre vises det til børsforskriften § 13-3 annet ledd hvor det heter at:

"Børsmedlemmer må ikke medvirke til at det offentliggjøres offisielle kurser som ikke gir uttrykk for den aktuelle markedsverdi for de finansielle instrumentene."

Det vises til at denne bestemmelsen kommer til anvendelse på to av overtredelsene (PAR og FAR) i tillegg til NMR 4.6.1.

Basert på siste omsetning i de aktuelle aksjene før de feilaktige ordreinnleggelsene fant sted, legger børsen til grunn at ordrene avvek betydelig fra markedskurs, helt opp til ca. 98% (PAR-ordren). Ordrene var således langt utenfor "spread", og førte i flere tilfeller til omsetninger utenfor aktuell markedsverdi. I to av tilfellene måtte børsen slette slutningene som fant sted i handelssystemet i tidsrommet etter feilinnleggelsen (PAR og FAR).

Det legges videre til grunn at Kaupthing har overtrådt bestemmelsen i BF § 13-3 annet ledd ved at børsrepresentanten har medvirket til å offentliggjøre en ordre som ikke tilsvarende aktuell markedsverdi. Det vises til at salgsordrene i PAR og FAR tilfellene utgjorde store volumer noe som medførte at salgsordrene sluttet alle kjøpsordrene som lå i ordreboken. Etter disse slutningene var utført ble den ikke markedsriktige ordren liggende synlig igjen i ordreboken som beste selgerkurs i de respektive papirene.

De ovennevnte forhold er ikke bestridt av Kaupthing.

Av børsloven § 5-12 følger at børsmedlemmers overtredelse av bestemmelsene i Norex Member Rules kan sanksjoneres med et overtredelsesgebyr på maksimalt NOK 2,5 millioner per overtredelse. Tilsvarende bestemmelse finnes i børsforskriften § 25-8 for overtredelse av børsforskriftens bestemmelser.

Ved drøftelsen av om Kaupthing ASA skal ilegges overtredelsesgebyr, tar børsen utgangspunkt i betydningen av innleggelse av ordre som ikke gir uttrykk for aktuell markedsverdi. Det vises til at offentliggjøring av kurser i børsens handelssystem som ikke gir uttrykk for aktuell markedsverdi kan medføre store konsekvenser for markedet og for børsen. Børsen skriver i denne forbindelse:

"Avhengig av hvor mye ordrekursen avviker fra aktuell markedsverdi samt hvilket volum den har, vil ordren kunne føre til store forstyrrelser i prismetanismen. Ordre som ligger inne i ordreboken vil bli sluttet automatisk. Dersom feilordrene er betydelig med hensyn til volum og kursavvik kan kursbildet bli flyttet, og børskurs vil ikke lenger gi uttrykk for antatt virkelig verdi for selskapet. Dette er følgelig skadelig for investorene som stoler på kursinformasjonen fra børsen og treffer investeringsbeslutninger basert på denne. Risikoen er følgelig at det gjennomføres transaksjoner som ellers ikke ville ha blitt gjennomført og som påfører enkeltinvestorer økonomisk tap.

I tillegg vil slike hendelser medføre at det oppstår feil i kursbildet som følge av den opprinnelige avvikende ordren. Dette vil typisk være nye omsetninger til kurser som ikke gjenspeiler aktuell markedsverdi mellom andre parter enn den som la inn feilordren. Eksempel på en slik følgefeil er automatisk aktivering av stop-loss ordrer. Dette er ordrer som automatisk aktiveres når kursnivået passerer en definert grense. Ved at det genereres ikke markedsriktige handler kan således disse ordrene aktiveres utilsiktet og medføre at handler sluttes uten noen ytterligere medvirkning fra megler.

Videre kan investorer som har kjøpt aksjer til lavere kurser enn det som er normalt for de aktuelle verdipapirene ønske å ta en gevinst ved straks å selge disse aksjene igjen. Gevinsten vil normalt kunne sies å være ufortjent ettersom den beror på en feilordre i handelssystemet. I slike situasjoner vil investorene også kunne komme i en vanskelig situasjon dersom børsen bare sletter omsetninger som er gjort på grunn av feilordren. Hvis noen investorer har solgt aksjer som de kjøpte til lave kurser før børspause innføres, vil børsens sletting føre til at investorene blir liggende "short" i verdipapiret og ikke klare sin leveringsforpliktelse dersom de ikke dekker seg inn på annen måte. For å unngå slike situasjoner vil børsen normalt også slette handler som har blitt sluttet som resultat av feilordren, men hvor feilordren ikke er motpart i transaksjonen. Dette var for eksempel tilfelle i PAR-situasjonen som er beskrevet ovenfor i punkt 3.4.

En ytterligere uheldig effekt av at det innføres børspause med etterfølgende sletting er at aktørene i børsmarkedet i stor grad blir innelåst i perioden som børsferien varer. De påføres således en ikke-tilsiktet risikoeksponering. Investorene vil også kunne miste sin prioritet i ordreboken og dermed kunne gå glipp av handler de ellers ville ha fått. Videre kan børsens indekser bli påvirket av feilordrene, herunder handlebare indekser som OBX. Dette medfører at derivatkontrakter som omsettes på OBX-indeksen blir av berørt av feilen ved at prisingen bygger på en feilaktig indeksverdi. I slike kontrakter er det ofte datasystemer som tilbyr kjøps- og salgspriser, og disse vil justere seg automatisk og skape et feilaktig kursbilde. Dette vil igjen kunne føre til at uskyldige tredjeparter handler indekskontrakter til avvikende kurser. Lignende feil kan skje i handel med de noterte børsfondene (ETF)."

Videre vises til at det at likvide børsnoterte aksjer plutselig omsettes med kurser som fraviker med opp til 98 % av markedskurs, er lite tillitsvekkende for børsen som markeds plass og kan ha en ikke ubetydelig skadeeffekt dersom dette skjer regelmessig. Børsen påføres også et utilsiktet merarbeid dersom feilen i ordren er betydelig.

Når det gjelder overtredelsene i den foreliggende sak uttaler børsen etter klagen, følgende i vedtaket av 24. januar 2005:

"Det bemerkes at Kaupthing i løpet av en periode på noe over en måned ved fire forskjellige anledninger overtrådte NMR 4.6.1, og ved ett tilfelle også BF 13-3 annet ledd. For dette mottok selskapet nettopp et skriftlig kritikkbrev med advarsel fra Oslo Børs (se bilag 5 til Vedtaket). Senere mottok selskapet også en email hvor feiltastingsproblemet blant børsmedlemmene ble tatt opp. Utover dette var børsen gjentatte ganger i telefonisk kontakt med Kaupthing i tilknytning til de forskjellige overtredelsene. Ikke noe av dette hjalp, og børsen så seg til slutt nødt til å ty til mer tyngede skritt overfor selskapet for å få stoppet atferden som var direkte skadelig overfor børsmarkedet. Det understrekes i den anledning at 11 transaksjoner som ble slettet i PAR aksjen, ikke var transaksjoner hvor Kaupthing var involvert. I tillegg mistet alle investorene som hadde ordrer i ordreboken på det tidspunktet overtredelsene skjedde sin prioritet. Dette gjelder begge tilfellene hvor børsen slettet omsetninger. At disse hendelsene medførte skade for markedet kan det således være lite tvil om. Det kan heller ikke utelukkes at slike enkelthendelser for øvrig kan skade tillitten til markeds plassen betydelig. Det

vises til Vedtaket pkt. 6.2 og 6.3 hvor skadevirkninger ved feiltasting nærmere er redegjort for.

Videre bemerkes at børsen er inneforstått med at børsmedlemmer av og til taster feil ved ordreinnleggelser i børsens ordrebok. Dersom børsen finner selskapets rutiner og systemer utilstrekkelige, anmodes medlemmene om å foreta forbedringer. Det som imidlertid gjør denne saken særlig spesiell er at Kaupthing allerede etter PAR-hendelsen i august 2005 ble spurt av børsen om hvilke strakstiltak de ville iverksette for å forhindre lignende feil i fremtiden. Selskapets tilbakemelding var at systemfiltrene var blitt endret (se Bilag 4 til Vedtaket). I ettertid viste det seg at dette likevel ikke var gjort. Systemfiltrene var ikke blitt endret, og det skulle gå ytterligere ca. to måneder og tre nye overtredelser før noen utbedring ble foretatt. For børsen fremstår dette som særlig graverende. At Kaupthing nå hevder at de har forbedret sine systemer og rutiner, kan derfor ikke tillegges så stor vekt at et overtredelsesgebyr ikke bør tildeles."

Etter børsens vurdering vil et nytt kritikkbrev fremstå som en for mild reaksjon overtredelsenes omfang og grovhet tatt i betraktning. Det uttales også at en slik reaksjon neppe vil få de tilsiktete allmennpreventive virkningene som et overtredelsesgebyr må antas å ha. Børsen konkluderer således med at selskapet bør ilegges et overtredelsesgebyr.

Når det gjelder størrelsen på overtredelsesgebyret skriver børsen følgende i samme vedtak:

"Børsen har vurdert overtredelsenes art og omfang. Som redegjort for i Vedtaket er det lagt vekt på at saken gjelder gjentatte overtredelser i et ikke ubetydelig omfang i løpet av en forholdsvis kort periode. Det er sett hen til at børsen sendte Kaupthing skriftlig kritikk og advarsel for å ha lagt inn markedsuriktige ordrer uten at selskapet innrettet seg etter regelverket, samt at selskapet senere mottok en email om det økende feiltastingsproblemet blant børsmedlemmene uten at det førte til noen umiddelbar forbedring. Videre har børsen vektlagt at Kaupthing ga uttrykk for at selskapet hadde endret sine systemfiltre for lettere å unngå feilaktige ordreinnleggelser i fremtiden. Det viste seg siden at dette ikke var korrekt. Først etter de siste overtredelsene ca. to måneder senere erfarte børsen at systemfiltrene ble endret. I flere av tilfellene medførte feiltastingene forstyrrelser i markedet slik at børsen måtte innføre børs pause og slette ordrer med påfølgende negative konsekvenser. Basert på dette er det vanskelig for børsen å se at gebyrets størrelse er for høyt utmålt selv om overtredelsene ikke ble gjort i vinnings hensikt. Børsen er således fortsatt av den oppfatning at gebyret etter en helhetsvurdering fremstår som rimelig. Heller ikke når det ses hen til Fearnley Fonds saken eller børsens tidligere utmålingspraksis mer generelt, synes gebyret for høyt. Fischer Partners saken endrer ikke på dette standpunkt."

5 Klagen

Kaupthings prinsipale påstand er at selskapet ikke burde vært ilagt et overtredelsesgebyr for de overtredelser som har funnet sted.

Selskapet er av den oppfatning at børsstyret i tråd med alminnelige strafferettslige prinsipper bør unnlate å legge et overtredelsesgebyr når tungtveiende hensyn taler imot det. Etter selskapets skjønne foreligger slike tungtveiende hensyn fordi det Oslo Børs oppnår ved overtredelsesgebyret står i misforhold til skadevirkningene for selskapet ved at gebyret ilegges.

Det vises til at selskapet allerede forut for vedtaket har innrettet seg på en slik måte at faren for at nye overtredelser vil finne sted er vesentlig forminsket. Etter selskapets vurdering er dette særlig viktig i nærværende sak fordi selskapet er i slutfasen av en

viktig, kostnadskreven og dedikert omstillingsprosess som har bidratt til å øke profesjonaltetsnivået i selskapet betraktelig.

Videre vises det til at børsen ikke tidligere har ilagt overtredelsesgebyr for "feiltasting" og at det derfor ikke synes formålstjenlig å ilagge et overtredelsesgebyr til et foretak når gjentakelsesfaren allerede før vedtaket er vesentlig redusert gjennom rutine og systemforbedringer.

Selskapet uttaler videre at en ikke kan se at de "feiltastinger" som er foretatt av Kaupthing isolert sett har hatt et slikt omfang at tilliten til Oslo Børs er blitt svekket.

At overtredelsen ikke hadde vinnings hensikt er etter selskapets syn også et svært viktig poeng ved avveilingen av om overtredelsesgebyr skal ilagges.

En mer adekvat reaksjon på overtredelsen ville etter klagers syn være en skriftlig irettesettelse overfor foretaket, sammen med en oversendelse av saken til Kredittilsynet. Det vises til at tilsvarende er anført av det dissenterende styremedlem i forbindelse med børsens vedtak. Overtredelsen skyldes ifølge selskapet mangler ved den interne organiseringen av foretaket og har først og fremst en tilsynsmessig side. Det anføres at en påregnelig reaksjon fra Kredittilsynet i en slik sak ville vært kritikk etterfulgt av en forvisning av at foretaket i det følgende dokumenterte tilfredsstillende rutiner som vesentlig reduserer gjentakelsesfaren. Etter klagers vurdering burde børsen innta en lignende holdning.

Subsidiert anfører klager ved advokat Bergmann Røren at overtredelsesgebyrets størrelse er alt for høyt.

Børsstyret har i sin avgjørelse omtalt en sak fra Stockholmbørsens disiplinærnemnd (Fischer Partners) hvor det den 5. desember 2005 ble ilagt et gebyr på SEK 300 000. Fischer Partners hadde ved flere anledninger gjennom automatisk ordrerouting lagt inn ikke markedsriktige ordre i åpnings- og sluttauksjonen som ble trukket før ordrene ble sluttet. Børsstyret viser til at: "Hensikten kan ha vært kursmanipulerende, men i Fisher Partners saken ble ikke øvrige markedsaktører direkte skadelidne ved innleggelsen av de feilaktige ordrene. Siden saksforholdet var annerledes enn i foreliggende sak samtidig som det ikke er gitt at Stockholmbørsen har samme utmålingspraksis som Oslo Børs, kan saken bare benyttes som veiledning i forhold til utmåling i nærværende sak."

Kaupthing anfører i klagen at den nevnte saken fra Stockholmbørsen virker mer graverende enn den foreliggende sak. Det vises til at det i nevnte sak var mistanke om straffbare forhold som kursmanipulasjon, som finner sted i vinnings hensikt. Etter det klager har forstått er det heller ikke kartlagt konkrete tilfeller (som ikke er rettet opp) hvor markedsaktørene har vært direkte skadelidende som følge av Kaupthings feiltastinger. Klager kan ikke se hvorfor Stockholmbørsens utmålingspraksis ikke skulle være sammenlignbar. Det vises til at de nordiske børsene på dette området opererer med et felles regelverk og tett integrasjon, noe som nettopp tilsier at reaksjonsnivåene burde være sammenlignbare. Basert på dette bør et eventuelt overtredelsesgebyr etter klagers vurdering settes lavere enn i Fischer Partners saken.

Hva gjelder overtredelse av BF § 13-1 annet ledd vises det til avgjørelse i Børsklagenemndens sak 2/2002 hvor Fearnley Fonds ASA ble ilagt et gebyr på NOK 750 000 for brudd på bestemmelsen. Klager uttaler i denne forbindelse:

"Slik vi forstår denne saken var det også her mistanke om at hensikten kunne vært kursmanipulasjon og det ble bl.a. lagt vekt på at Fearnley Fonds bevisst hadde offentliggjort ordrer i børsens handelssystem uten at det forelå reell kjøpsinteresse på det kursnivået som ordrene indikerte. Dette var også en mye mer graverende sak hvor det også var mistanke om straffbare forhold begått i

vinnings hensikt. Dette tilsier at et eventuelt overtredelsesgebyr overfor Kaupthing bør ligge vesentlig lavere enn i Fearnley Fonds saken."

Avslutningsvis vises det til at børsstyret i formildende retning har lagt vekt på at Kaupthing er det første børsmedlemmet som ilegges overtredelsesgebyr med hensyn til "feiltasting" og "Dette maner etter børsens oppfatning til noe forsiktighet ved utmåling av gebyrets størrelse." Selskapet ved advokat Bergmann Røren uttaler i klagen at en "har vanskelig for å se at et gebyr på NOK 500 000 kan anses som en forsiktig utmåling, særlig hensyntatt en generell sammenligning av overtredelsesgebyrenes størrelsesorden i tidligere saker".

6 Børsklagenemndens vurdering

Det er enighet om faktum i saken, at Kaupthing i 7 tilfeller i perioden juli til slutten av oktober 2005 har lagt inn ordrer i børsens handelssystem som har avveket betydelig fra aktuell markedskurs. I to av tilfellene fant børsen det nødvendig å innføre børspause og slette transaksjoner som baserte seg på de feilaktig innlagte ordrer.

På tross av en alvorlig skriftlig advarsel fra børsen i august, har Kaupthing flere ganger etterpå brutt forbudet mot innleggelse av ordre som ikke gir uttrykk for aktuell markedsverdi. De siste to bruddene skjedde dessuten etter at det var gått ut en melding til alle børsmedlemmene om innskjerping av NMR punkt 4.6.1.

Det er heller ikke bestridt at Kaupthing i august underrettet børsen om at de umiddelbart ville endre sitt alarmsystem i tråd med børsens anbefaling, mens dette faktisk ble iverksatt først ca. 2½ måned senere.

Klagen gjelder utelukkende børsens valg av reaksjon og subsidiært størrelsen av det ilagte overtredelsesgebyr.

Børsklagenemnden er enig med børsen i at det her bør reageres med overtredelsesgebyr.

Det vises til børsens redegjørelse for den generelle betydning av innleggelse av slike feilordre, som er referert foran på s. 6 til 7. Kaupthing gjorde seg skyld i gjentagne feilinnleggelser i perioden fra begynnelsen av juli til medio august 2005. Den siste feiltastingen medførte at det ble nødvendig med innføring av børspause og sletting av 22 handler. Børsen fant dette såpass alvorlig at den, etter tidligere bare muntlig å ha tatt sakene opp med Kaupthing, reagerte skriftlig med et kritikkbrev inneholdende en advarsel til meglerforetaket. Kaupthing burde da umiddelbart ha gjort som de sa de ville, nemlig gått gjennom sine rutiner og lagt om systemet med henblikk på større sikkerhet mot feilinntastinger. Dette ble ikke gjort før 2½ måned senere, og i mellomtiden hadde det oppstått ytterligere feiltastinger som igjen forårsaket ett nytt tilfelle med børspause og sletting av handler.

At sikkerhetsrutinene senere er rettet opp slik at faren for gjentakelse nå er vesentlig mindre, kan ikke avhjelpe det faktum at de feilinnleggelser som fant sted i september og oktober, kunne vært unngått dersom tiltakene var blitt satt i verk tidligere. Ileggelse av gebyr er etter Børsklagenemndens mening en riktig reaksjonsform når en skriftlig advarsel ikke straks førte til at selskapet skjerpet sine rutiner og bedret forholdene.

Børsklagenemnden finner imidlertid utmålingen av det ilagte gebyret for strengt i forhold til foreliggende praksis i tilgrensende saker, og mener at gebyret bør settes ned til halvparten av beløpet, NOK 250.000. Børsklagenemnden tar da hensyn til at rene feiltastinger synes å ha vært et mer generelt problem i denne perioden, men at det er første gang det ilegges gebyr for denne type forsømmelser. Det legges også vekt på at hendelsene, riktignok på grunn av børsens inngripen, ikke synes å ha medført særlige skadevirkninger. I denne forbindelse legges også en viss vekt på opplysningene fra

selskapet om at det etter de siste hendelser som er referert ovenfor, er tatt kraftige grep med de interne rutiner og systemforbedringer for å hindre at slike overtredelser skal skje i fremtiden.

7 Børsklagenemndens vedtak

Børsstyrets vedtak av 16. desember 2005 om å ilegge Kaupthing ASA et overtredelsesgebyr for gjentatte brudd på NMR 4.6.1 og BF § 13-3 annet ledd opprettholdes med den endring at overtredelsesgebyret nedsettes til NOK 250.000.

7.2.2 Fondsfinans ASA – krav om aktuell markedsverdi for ordre (Børsklagenemndens sak 3/2006)

Avgjørelse 15. mai 2006 av klage fra Fondsfinans ASA (Fondsfinans, selskapet, klager) over børsens vedtak 29. mars 2006 om å ilegge Fondsfinans ASA overtredelsesgebyr tilsvarende 1 gang årlig kursnoteringsavgift, kr. 100 000,-, jfr. børsforskriften § 25-8 og NMR 4.11.9 for brudd på børsforskriften §§ 13-3 annet ledd, samt NMR 4.6.1 og 4.6.2.

Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Styret i Oslo Børs fattet den 29. mars 2006 vedtak med slik konklusjon:

”Børsstyret vedtok å ilegge Fondsfinans ASA et overtredelsesgebyr på kr. 100.000 jfr. NMR 4.11.9 og børsforskriften § 25-8 for brudd på børsforskriften § 13-3 annet ledd, samt NMR 4.6.1 og 4.6.2.

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

Advokatfirmaet Thommessen Krefting Greve Lund AS ved advokat Kim Dobrowen har, på vegne av Fondsfinans, påklaget børsens vedtak i brev av 19. april 2006. Klagen er rettidig fremsatt da det ble gitt fristutsettelse.

Klagen ble behandlet på børsens styremøte 27. april 2006. Børsstyret fant ikke grunn til å omgjøre sitt vedtak av 29. mars. Saken ble derfor i brev av 27. april oversendt Børsklagenemnden for behandling jf. børsforskriften § 26-3 første ledd og forvaltningsloven § 33.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 15. mai 2006. Ved behandlingen og avgjørelsen deltok Bjørg Ven (leder), Vibecke Groth, John Giverholt, Norunn Dale Seland og Bernt Zakariassen.

Kort om selskapet

Fondsfinans ASA (“Fondsfinans”) ble grunnlagt i 1950 og har hovedkontor i Oslo. Selskapet har konsesjon fra Kredittilsynets til å drive med et bredt spekter av investeringstjenester, herunder aksjehandel på vegne av kunder, egenhandel, garantistillelse for fulltegning av emisjoner, samt markedsføring av finansielle tjenester.

Fondsfinans har vært medlem på Oslo Børs siden 1950-tallet. Medlemskapet omfatter deltagelse både på aksje- og obligasjonsmarkedet til Oslo Børs.

Erik Must eier i dag samtlige aksjer i Fondsfinans, etter at han i 1996 kjøpte Kjell Christian Ulrichsens (“Ulrichsen”) eierandel på 50 %. Ulrichsen er imidlertid fortsatt medlem av styret i Fondsfinans ASA.

Kort om Gyldendal-aksjene og eierstrukturen i selskapet.

Gyldendal ASA har vært notert på Oslo Børs i mange år. Det er registrert ca. 765 børsposteiere i Gyldendal. Størstedelen av aksjene er imidlertid fordelt på noen få større aksjonærer. I henhold til aksjonærregisteret pr. 9. mars 2006 eier Erik Must 37,32 %, Trygve Hegnars investeringsselskap Periscopus AS eier 28,96 % og Ulrichsen (konsolidert) eier 15,11 %.

Likviditeten i Gyldendal-aksjene har normalt vært liten og med til dels stor spread. I perioder er det helt fraværende kjøps- og salgsinteresser i børsens ordrebok. I 2005 ble det omsatt 11.271 aksjer til en volumvektet gjennomsnittskurs på kr. 360. Det ble registrert 88 transaksjoner i handelssystemet. Tilsvarende tall for 2004 var 24.200 aksjer fordelt på 90 transaksjoner. Gjennomsnittskurs var da kr. 295,68. Antall utstedte aksjer i selskapet er 2.352.240. Dette gir en omløpshastigheten for 2005 på under 0,5 % og ca 1,0 % i 2004.

Fra 1. september 2005 til 30. desember 2005 ble det gjennom børsens handelssystem gjort fem transaksjoner i Gyldendal-aksjene. Disse transaksjonene ble alle utført i desember 2005 til kurser rundt kr. 350. Spread i Gyldendal-aksjene har ligget noenlunde stabilt fra 1. september 2005 til 30. desember 2005. Kursene på kjøpersiden lå i hovedsak på nivå fra ca. kr. 330-350, mens selgerkursene i hovedsak lå mellom kr. 380 og kr. 400.

Sakens bakgrunn

Den 23. desember 2005 kl. 15:51:36 ble det sluttet en transaksjon i børsens handelssystem i Gyldendal på en børspost (20 aksjer) til kurs kr 400. Kjøper var Fondsfinans og selger var DnBNOR Markets. Omsetningen ble gjort kr. 50 over forrige omsetning i Gyldendal-aksjene og gjorde selskapet til en av dagens børsvinnere med en kursoppgang på ca. 14 %.

Dagens Næringsliv omtalte transaksjonen den 30. desember 2005. Avisen spekulerte i om noen hadde presset opp kursen i Gyldendal før årets utløp.

På bakgrunn av avisartikkelen og egne observasjoner, henvendte Oslo Børs seg skriftlig til Fondsfinans den 30. desember 2005 og ba om opplysninger om ordren, herunder navn på kunde, navn på personen som la inn ordren, tidspunkt for ordreinnleggelsen og eventuelle betingelser knyttet til ordren.

Fondsfinans besvarte henvendelsen skriftlig i e-post av 2. januar 2006. Her fremkommer at kjøper av aksjene var Tinkas AS. Dette er et investeringsselskap som eies 100 % av Ulrichsens datter Marianne Ulrichsen. Ordren ble lagt inn av Ulrichsen. Ordren ble lagt inn med limit kr. 350, men dersom dette ikke medførte en handel, skulle aksjene tas ut mot slutten av dagen på beste selgerkurs som var kr. 400.

Siden transaksjonen med hensyn til pris og volum fremstod som noe spesiell, og det var en av Gyldendals største aksjonærer som hadde ringt inn ordren, ønsket børsen ytterligere opplysninger rundt ordreinnleggelsen. Fondsfinans ble derfor bedt om å oversende relevante lydbandopptak knyttet til ordreinnleggelsen. Samtidig ble Fondsfinans spurt om Ulrichsen hadde fullmakt til å handle aksjer på vegne av Tinkas AS.

Børsen mottok opptak av to samtaler mellom Ulrichsen og megler Lasse Halvorsen.

Den første samtalen fant sted den 23. desember 2005 kl. 15:07. Her fremkommer at Ulrichsen på vegne av Tinkas AS ønsker å kjøpe 20 aksjer (en børspost) i Gyldendal. Det sies eksplisitt at motivasjonen for kjøpet er overgangsregel E til skatteloven § 2-38. Overgangsregel E går ut på at det ikke skal foretas realisasjonsoppgjør når personlig skatteyter etter bestemmelsen overfører samtlige av sine aksjer i samme selskap mot vederlag i aksjer i nystiftet aksjeselskap, når det i henhold til stiftelsesdokumentet skjer en overføring av aksjene til dekning av hele eller deler av aksjekapitalen i det nystiftede

investeringsselskapet. Skatteytter kan således med skattemessig kontinuitet legge til grunn markedsverdien for aksjene som skytes inn som aksjekapital i investeringsselskapet ved beregningen av tingsinnskuddets verdi.

Ulrichsen ønsket derfor kun en børspost, og den ville han betale høyest mulig kurs for. Megler blir bedt om å legge inn en ordre på kr. 350 som var siste omsetningskurs (dagen før), men flytte den rett opp til beste selgerkurs mot slutten av dagen. På spørsmål fra megler om han skal flytte kjøpskursen i intervall à kr. 10, svarer Ulrichsen at megler skal gå direkte opp til kr. 400 fordi han ønsker høyest mulig kurs på aksjene. Han forteller også megler at han har mottatt bud som ligger langt høyere enn 400 på sin aksjepost i Gyldendal.

Samme dag kl. 15:20:35 legger megler inn en kjøpsordre på 20 aksjer i Gyldendal til kurs kr. 350. Ordren flyttet beste kjøpskurs fra kr. 331. Kløkken 15:51:35 flytter megleren kjøpsordren opp til beste selgerkurs på kr. 400 med den følge at selgersiden tas ut, og en transaksjon på 20 aksjer ble registrert som offisiell kurs. Ingen ytterligere omsetninger fant sted i Gyldendal etter dette i 2005.

I påfølgende telefonsamtale kl. 15.56 mellom Ulrichsen og megler bekrefter megler at ordren er utført.

Basert på det som fremkom av telefonsamtalene kunne det for børsen se ut som om ordreinnleggelsen var motivert av andre faktorer en reell kjøpsinteresse. Børsen ba derfor Fondsfinans redegjøre for ordreinnleggelsen i relasjon til Norex Member Rules 4.6.2.

I e-post datert 9. januar 2006 har compliance-ansvarlig i Fondsfinans besvart børsens henvendelse. Følgende siteres fra e-posten:

"Ved ordremottak var kjøperkurs i GYL kr 331 (20 aksjer) og selgerkurs kr 400 (20 aksjer), slik det fremgår av oversendt lydband. Ordren ble lagt inn til selgerkurs 350, men med beskjed om å ta ut selgerkurs (kr 400) på slutten av dagen om nødvendig. Ordren ble utført til selgerkurs kl. 15:51. Utførende megler opplyser at det etter hans beste skjønn ikke var mulig å utføre ordren til lavere kurs enn 400 kr.

Vi nevner i denne sammenheng at det i 5 månedersperioden august – desember 2005 var 7-syv handler i GYL på Oslo Børs, inkludert denne. I annet halvår var det til sammen 14 handler. De fleste handlerne har skjedd til kurser på eller over kr 400. Gjennomgående er det tale om meget små poster. Dette er ikke overraskende, sett på bakgrunn av teoretisk fri flyt i aksjen er under 9 % og i praksis enda lavere.

Sett på bakgrunn av kursbilde den aktuelle dagen, den generelt meget begrensende likviditeten i aksjen og tidligere omsetningskurser, forelå det ingen realistisk mulighet for å utføre ordren under selgerkurs. Vi og vår børsrepresentant anser på denne bakgrunn at handelen er utført på ordinær måte og uten hensikt om utilbørlig å påvirke kursen i strid med Norex Member Rules 4.6.2".

Børsen var ikke tilfreds med svaret og ønsket ytterligere informasjon rundt forholdet. Det ble derfor bedt om børsmedlemmets oppfatning av ordren i relasjon til bestemmelsene om aktuell markedsverdi i børsforskriften § 13-3 annet ledd og Norex Member Rules 4.6.1. Fondsfinans ved compliance-ansvarlig besvarte henvendelsen den 6. februar 2006. Det fremkommer her at børsmedlemmet er av den oppfatning at kr. 400 gjenspeilte aktuell markedsverdi. Følgende gjengis fra e-posten av 6. februar 2006:

"Vi tillater oss å henvise til vår mail av 9. f.m. hvor vi bl.a. gir uttrykk for av de grunner som der er angitt, at det ikke var noen realistisk mulighet for å gjennomføre den mottatte ordre til under selgerkurs, og at det dermed ikke er

medvirket til at det er offentliggjort en kurs som ikke gir uttrykk for den aktuelle markedsverdi for aksjen. Som vi også har anført i vår mail av 9. f.m. har vi registrert at mesteparten av omsetningene som er foregått i det siste halvår har vært på kurs NOK 400 eller høyere, og at vi derfor finner det naturlig også ut fra dette at kurs NOK 400 gjenspeiler "den aktuelle markedsverdi".

Rettslig grunnlag

Av børsforskriften § 13-3 følger at:

"Børsen skal gi nærmere regler om hvilke kurser som skal offentliggjøres, herunder hvilke kurser som skal offentliggjøres som offisielle kurser. Offisielle kurser skal gi uttrykk for den aktuelle markedsverdien til det børsnoterte finansielle instrument. Børsen kan med bindende virkning beslutte at kursfastsettelser som ikke fyller vilkåret i forrige punktum ikke skal godtas.

Børsmedlemmer må ikke medvirke til at det offentliggjøres offisielle kurser som ikke gir uttrykk for den aktuelle markedsverdi for de finansielle instrumentene."

I den norske oversettelsen av NMR 4.6.1 heter det i første avsnitt:

"Ordrer innlagt i ordreboken, automatisk sluttede handler og manuelle handler må gjenspeile den aktuelle markedsverdien for vedkommende instrument og utgjøre reelle ordrer og omsetninger. Det samme gjelder ordrer som er gjenstand for akseptslutning."

Hva som er ment med aktuell markedsverdi fremkommer av 2. og 3. avsnitt:

"Med "aktuell markedsverdi" for et instrument menes kurser som etter en total vurdering gjenspeiler gjeldende prising av vedkommende instrument. Ved vurdering av aktuell markedsverdi bør det blant annet tas hensyn til endringer i prisingen av instrumentet i løpet av den aktuelle børsdagen, endringer i prisingen av instrumentet foregående børsdager, instrumentets volatilitet og de generelle endringer i prisingen av sammenlignbare instrumenter, og dersom det er aktuelt, andre særlige forhold knyttet til omsetningen.

En ordre vil ikke gjenspeile aktuell markedsverdi dersom den registreres i ordreboken med en kurs, som i tilfelle ordren blir automatisk sluttet, vil føre til en omsetning som åpenbart ikke gjenspeiler markedsverdien. Ordrens gyldighet skal tas i betraktning når ordrens kurs vurderes."

I den norske oversettelsen av NMR 4.6.2 heter det i første avsnitt:

"Medlemmet kan ikke legge inn ordrer eller slutte handler som, hver for seg eller sammen, er ment å skulle påvirke kursstrukturen i handelssystemet på en utilbørlig måte, som ikke har et forretningsmessig formål, eller som har til hensikt å forsinke eller hindre andre medlemmers adgang til handelssystemet. Ovennevnte generelle regel betyr for eksempel at det er forbudt:

(tredje strekpunkt):

"å registrere ordrer eller automatisk slutte/ingå en handel i den hensikt å påvirke kursen på et instrument for derved å endre verdien av ens egen eller en annen parts beholdning av instrumentet på et bestemt tidspunkt, for eksempel før utløpet av et år eller en måned."

Børsmedlemmers overtredelse av bestemmelsene i børsforskriften kan i medhold av børsloven § 5-2 og børsforskriften § 25-8 sanksjoneres med et overtredelsesgebyr på

maksimalt NOK 2,5 millioner per overtredelse. Tilsvarende bestemmelse finnes i NMR 4.11.9 for overtredelser i bestemmelsene i NMR.

Børsens vurdering

Aktuell markedsverdi, jf bf § 13-3 annet ledd og NMR 4.6.1

Børsen viser innledningsvis til bestemmelsen i børsforskriften § 13-3 annet ledd og NMR 4.6.1 om at børsmedlemmer ikke må medvirke til at det offentliggjøres offisielle kurser som ikke gir uttrykk for den aktuelle markedsverdi for de finansielle instrumentene. Det legges til grunn at Fondsfinans har overtrådt nevnte bestemmelser. (Børsen bruker selv overskriften "reell markedsverdi" på dette avsnittet, men fremholder at det er en skrivefeil for "aktuell markedsverdi". Det er da også dette begrep som benyttes og drøftes i teksten under overskriften.).

At handelen ble gjennomført innenfor spread er etter børsens vurdering ikke avgjørende for om den kan sies å gi uttrykk for aktuell markedsverdi. Ordren må ifølge børsen være motivert av en reell kjøpsinteresse hos kunden. Dette mener børsen ikke foreligger. Det vises til at klager har erkjent at det ikke var ønsket om å øke eksponeringen i Gyldendalaksjene som var motivet bak handelen og ordreinnleggelsen, men at formålet med ordren og handelen var ønsket om å få satt en pris på aksjene som kunne brukes som referanse i forhold til verdien av aksjene ved en overdragelse. Videre vises til at det i telefonsamtalen mellom kunden og megler fremkommer at det var bestemmelsen i overgangsregel E til skatteloven § 2-38 kursen skulle benyttes til.

I begrunnelsen for sitt syn viser børsen til Børsklagenemndens sak 2/2002. Her var spørsmålet om Fearnley Fonds ASA hadde opptrådt i strid med BF § 13-3 annet ledd ved systematiske innleggelser av små kjøpsordrer høyt opp i spread i lite likvide børsnoterte aksjer. Børsen siterer følgende fra nemndens vedtak:

"En aksjes "aktuelle markedsverdi" fremkommer som et sammensatt bilde bestående av de elementer fra kursnoteringen som løpende offentliggjøres av børsen. Dette kursbildet består av rapporterte handler, kjøper- og selgerordre, samt dybden i ordreboken på hver side. Kursbildet oppdateres hver gang det skjer endringer i noen av de nevnte elementer. Kravet til aktuell markedsverdi i børsforskriften § 13-3 annet ledd må etter Børsklagenemndens oppfatning forstås slik at det knytter seg til hver enkelt av de faktorene som inngår i kursbildet. Dette betyr at en kjøpsordre må gi uttrykk for en reell kjøpsinteresse for å kunne noteres. At kravet til realitet knytter seg til enkeltfaktorene, understrekes av at kjøpskursen har selvstendig betydning. I dette tilfellet har kjøperkursen for eksempel betydning for verdifastsettelsen av [Fondsforvaltningsselskapets] aksjefond."

Videre siteres det fra nemndens uttalelse om Fearnley Fonds ASA anførsel om at det var tilstrekkelig ift BF § 13-3 annet ledd at kjøpsordrene lå innenfor spread:

"Børsklagenemnden er ikke enig i dette og legger ikke avgjørende vekt på om kursen ligger innenfor eller utenfor spreaden. Det avgjørende er som nevnt over om ordren gir uttrykk for reell kjøpsinteresse."

Børsen uttaler videre i denne forbindelse:

"Ved avgjørelsen av om en ordre gir uttrykk for aktuell markedsverdi må det således ses hen til om ordren gir uttrykk for en reell kjøpsinteresse. To ordrer som i ordreboken fremstår som identiske, kan således trolig komme forskjellig ut i vurderingen av om de reflekterer aktuell markedsverdi, avhengig av om kjøpsinteressen bak ordren er reell eller ikke.

I Fearnley Fonds-saken var det 69 typelike ordreinnleggelser som var avgjørende for Børsklagenemndens vurdering av sakens faktum. I foreliggende sak er det kun en ordreinnleggelse som danner grunnlag for børsen vurdering. Imidlertid har kunden ved ordreinnleggelsen over telefon positivt opplyst til megler at det ikke er kjøpsinteresse som er motivet for ordren. Det var i stedet ønsket om å få registrert en handel i Gyldendal-aksjene til høyest mulig kurs av skattemessige årsaker.

Basert på ovennevnt er Oslo Børs av den oppfatning at det ikke lå noen reell kjøpsinteresse bak ordren, og at ordren ikke ga uttrykk for aktuell markedsverdi. At handel kom i stand innenfor spread er i tråd med Børsklagenemndens avgjørelse ikke tillagt avgjørende vekt. Heller ikke at ordren først ble lagt inn på en lavere kurs i ordreboken kan således få betydning i denne sammenheng."

I vedtaket av 27. april er dette utdypet ytterligere:

"For å bestemme om en ordre gir uttrykk for en reell kjøpsinteresse er det av betydning å se hen til motivet for ordreinnleggelsen. Normalt må reell kjøpsinteresse forstås dit hen at formålet med ordreinnleggelsen er et ønske fra kunden om å øke eller redusere sin eierandel og eksponering i det aktuelle papiret. Dersom ordren i stedet er motivert av andre faktorer, vil det etter børsens mening normalt og i de fleste tilfeller, ikke foreligge noen reell kjøps- eller salgsinteresse. Ordre som dermed inngis kun for å få en omsetning som senere kan benyttes som referansekurs enten av skattemessige eller av andre årsaker, vil således normalt falle utenfor kravet til reell kjøpsinteresse. Dette må gjelde selv om kunden er inneforstått med at han plikter å overta de aksjene som krysses i handelssystemet gjennom ordren."

Børsen kan derfor ikke se at kunden i den foreliggende sak hadde en mer reell kjøpsinteresse enn kunden i Fernley Fonds-saken. Det legges videre til grunn at det i overensstemmelse med sistnevnte sak ikke har noen selvstendig betydning å drøfte spørsmålet om prisen på kr. 400 i seg selv kan aksepteres som aktuell markedsverdi i relasjon til børsforskriften § 13-3- annet ledd og NMR 4.6.1.

Påvirkning av kursen for å endre verdien av aksjeholdning, jfr. NMR 4.6.2

Børsen legger også til grunn at Fondsfinans har overtrådt bestemmelsen i NMR 4.6.2. Det vises til at denne bestemmelsen omhandler tilfeller hvor megler legger inn ordre hvor hensikten bak innleggelsen ikke er kjøpsinteresse, men et ønske om å påvirke kursen på aksjene for derved å endre verdien av ens egen eller en annen parts aksjeholdning på et bestemt tidspunkt. Børsen uttaler i denne forbindelse:

"At transaksjonen som ble gjort med Tinkas AS som kjøper generelt gjorde det gunstigere å skyte inn Gyldendal-aksjer som tingsinnskudd i et investeringsselskap i medhold av overgangsregel E i skatteloven er ikke usannsynlig. At handelen samtidig medførte noe høyere beregningsgrunnlag for formuesskatt på Gyldendal-aksjene endrer ikke dette.

Som redegjort for, er børsen av den oppfatning at det ikke forelå noen reell kjøpsinteresse bak den aktuelle ordren. Kunden ønsket å kjøpe en liten post til "dårligst" mulig kurs av hensyn til overgangsregel E i skatteloven. Dette fremkommer eksplisitt av den første telefonsamtalen kunden hadde med megler den 23. desember 2005. Hvordan Ulrichsen rent praktisk hadde tenkt å utnytte transaksjonen i forhold til overgangsregelen i skatteloven ønsker ikke børsen å spekulere i. Det er tilstrekkelig for børsen at ordren ikke ga uttrykk for aktuell markedsverdi, og at den ville påvirke kursstrukturen i handelssystemet på en utilbørlig måte. Dette fordi kjøpsordren først ble lagt inn på en lavere kurs, men på grunn av lite likviditet og manglende interesse i Gyldendal-aksjene var det svært lite sannsynlig at ordren ville bli tatt ut på denne kursen. Beste kjøper

hadde kun 15 minutter tidligere ligget på kr. 350 og hadde da ikke blitt tatt ut på det nivået den aktuelle dagen frem til denne ordren ble trukket klokken 15:04. At ordren derimot kunne bli tatt ut av selger et eller annet sted høyere oppover i spreaden er ikke utenkelig. På konkret spørsmål fra megler avviste imidlertid Ulrichsen at megler skulle flytte ordren trinnvis oppover i spreaden. Han uttrykte eksplisitt at han ønsket høyest mulig kurs på transaksjonen på grunn av nevnte skattebestemmelse, og at megler derfor etter en stund skulle gå direkte opp til beste selger og ta ut posten. Dette medførte følgelig at kursstrukturen i Gyldendal-aksjene ble påvirket, og så lenge det ikke lå noen reell kjøpsinteresse bak ordren, er påvirkningen å anse som utilbørlig.”

Meglernes forhold

Børsforskriften § 13-3 og markedsreglene retter seg mot børsmedlemmet. Børsen drøfter derfor hvorvidt megler burde forstått at innleggelse av ordren i ordreboken ville medføre et brudd på handelsreglene og børsforskriften. Under henvisning til at Ulrichsen fortalte megler at han ønsket høyest mulig kurs på aksjene og bakgrunnen for dette, konkluderer børsen med at det var særdeles enkelt for megler å konstatere at det ikke forelå en reell kjøpsinteresse bak ordren, og at ordren ikke reflekterte aktuell markedsverdi. Han skulle følgelig ikke latt seg instruere av kunden til å utføre ordren.

Børsen legger til grunn at megler har en selvstendig plikt til å påse at ordrer som utføres er i overensstemmelse med gjeldende regler. Det kan ikke stoles på at kunden uansett erfaring i verdipapirmarkedet og meglerbransjen har så stor innsikt i handelsreglene at megler fritas fra å gjøre egne vurderinger med hensyn til lovligheten av ordrer. Dette ansvaret og forståelse av regelen bør ifølge børsen også være godt kjent i verdipapirforetakene som følge av den omtale børsklagenemndens sak 2/2003 (Fearnley Fonds) fikk.

Det vises også til at enhver som er aktør i verdipapirmarkedet bør være kjent med at Ulrichsen er en betydelig eier i Gyldendal. At en av de største eierne ønsket å kjøpe ytterligere 20 aksjer, burde ifølge børsen fremstå som underlig for den involverte megler. Det tillegges da ikke vekt at det rent faktisk var Tinkas AS som fikk allokert handelen.

Overtredelsens betydning for børsen og markedet

Ifølge børsen medførte den aktuelle transaksjonen at både sluttkurs den aktuelle dagen og sluttkurs ved årsslutt var 14,29 % høyere enn siste omsetning og 20,85% over beste kjøperkurs før den aktuelle handelen fant sted. Til tross for at Gyldendal-aksjene ble handlet til høyere kurser tidligere på høsten, er det ifølge børsen grunn til å anta prisen på kr. 400 både ved utløpet av den aktuelle handelsdagen og senere ved årsslutt, ikke uttrykte den reelle markedsverdien på Gyldendal-aksjen på dette tidspunktet, men reflekterte omsetningen uten reell kjøpsinteresse. Det vises i denne forbindelse til at man må tilbake til 19. august 2005 for å finne en omsetning som er høyere en kr. 400, og i mellomtiden har omsetningen vært så lav som kr. 312,50 og kr. 313 den 15. desember og kr. 330 den 19. desember.

Etter at transaksjonen ble gjennomført flyttet spreaden i Gyldendal-aksjene seg oppover. Beste selger ble liggende på kr. 425 i de påfølgende dagene. Det er ifølge børsen grunn til å tro at denne endringen alene skyldes transaksjonen den 23. desember 2005, og ikke det faktum at markedet ønsket å påvirke kursen i Gyldendal-aksjene. Ingen forhold i Gyldendal eller markedet tilsier dette.

Børsen uttaler videre om betydningen av dette for Oslo Børs:

”For Oslo Børs som markeds plass er det viktig at enhver ordre som legges inn er basert på en reell kjøpsinteresse og uttrykker reell markedsverdi. Uriktige kurser kan villedde markedet og føre til markedsuriktige priser på de noterte aksjene. Særlig er dette en fare for noterte aksjer med liten likviditet og stor spread. Handelskursene vil normalt utgjøre et referansepunkt når senere

investeringsbeslutninger fattes, og investorer kan bli villedet. Dette kan igjen føre til at tilliten til markedsplassen svekkes.

Det er videre skadelig for markedet at børsens handelssystem brukes for omsetninger som har andre motiver enn reell kjøpsinteresse. I denne saken uttrykker kunden positivt at ordren legges inn av skattemessige årsaker. At meglere bistår kunder ved slike transaksjoner fremstår klanderverdig. Særdeles klanderverdig er det i de tilfeller hvor megler faktisk medvirker til å flytte kursen i det aktuelle papiret for at kunden skal oppnå en skattefordel eller lignende. At profesjonelle mellommenn medvirker til slike transaksjoner er uheldig for børsen, og kan i større omfang få betydning for oppfatningen av markedsplassens seriøsitet. I tillegg bør det tillegges en ekstra aktsomhetsplikt i verdipapirer med begrenset likviditet nettopp fordi enkeltomsetninger får en vesentlig større betydning for prisingen av selskapet. Det kan ofte gå lang tid mellom hver omsetning som gir markedet informasjon om på hvilket nivå interessen for aksjen ligger.

Gyldendal-transaksjonen og tilsvarende øvelser får lett negativ oppmerksomhet i media. Det er skadelig for børsen som markedsplass når det i avviser spekuleres i kursmanipulasjon, window dressing og at kursene presses opp uten at det foreligger konkrete forhold som tilsier en reprising av aksjene. Gyldendal-transaksjonen fikk nettopp slik negativ omtale i Dagens Næringsliv den 30. desember 2005. Omfattende negativ kritikk av denne typen svekker børsens troverdighet som seriøs markedsplass."

Sanksjonsspørsmålet

Når det gjelder størrelsen på overtredelsesgebyret viser børsen til tidligere saker vedrørende Fearnley Fonds ASA (2/202) og Kaupthing ASAs (1/2006) overtredelse av børsforskriften § 13-3 annet ledd og NMR 4.6.1. Disse sakene var etter børsens syn vesentlig mer alvorlige enn den foreliggende sak med hensyn til innlegging av ordrer og offentliggjøring av kurser som ikke var markedsriktige. I den foreliggende sak ville overtredelse av børsforskriften § 13-3 annet ledd isolert sett trolig kun ha kvalifisert til sterk kritikk og ikke et overtredelsesgebyr.

Imidlertid har Fondsfinans ifølge børsen også overtrådt bestemmelsen i NMR 4.6.2 som forbyr børsmedlemmer å legge inn ordrer eller slutte handler som er ment å skulle påvirke kursstrukturen i handelssystemet på en utilbørlig måte. Det er presisert i regelen at det er forbudt å registrere ordrer eller automatisk slutte/ingå en handel i den hensikt å påvirke kursen på et instrument for derved å endre verdien av annen parts beholdning av instrumentet på et bestemt tidspunkt.

Børsen viser til at handelssystemet er et verktøy som skal benyttes for slutning av handler i finansielle instrumenter som det faktisk knytter seg en reell kjøps- og salgsinteresse bak. Annen bruk av handelssystemet vil kunne skade markedsplassen og er derfor ikke tillatt. Etter børsens mening har Fondsfinans derfor overtrådt en sentral bestemmelse i handelsregelverket. Dette tilsier at det ilegges overtredelsesgebyr som ifølge børsen vil virke mer avskrekkende for foretaket og på andre enn en skriftlig irettesettelse.

I formildende retning er det likevel sett hen til at det dreier seg om et engangstilfelle, og at megleren forholdsvis impulsivt utførte ordren på vegne av kunden. Det var ingen systematisk og planlagt ordrerække som ble utført over tid av megleren.

Etter en helhetsvurdering hvor det i mindre grad er lagt vekt på overtredelsen av BF § 13-3 annet ledd og NMR 4.6.1, konkluderer børsen med at overtredelsesgebyret bør settes til kr. 100.000.-.

Klagers anførsler

Den faktiske beskrivelsen som ligger til grunn for og er gjengitt i vedtaket bestrides ikke av Fondsfinans. Imidlertid bemerkes at børsstyrets nærmere vurdering av fakta og de konklusjoner som trekkes i den forbindelse, er uriktige. Det er etter Fondsfinans syn heller ikke lagt til grunn en riktig forståelse av de bestemmelsene som hevdes å være overtrådt fra selskapets side.

Prinsipalt anføres at Fondsfinans ikke har opptrådt i strid med børsforskriften § 13-3 annet ledd, NMR 4.6.1 eller 4.6.2.

I relasjon til bestemmelsen i børsforskriften § 13-3 annet ledd og NMR 4.6.1 påpekes at det lå en reell kjøpsinteresse bak ordren. Handelen ble gjennomført og denne var ikke bare et "biprodukt" av et ønske om å "kjøre" kursen, men tvert imot hele intensjonen bak kundens henvendelse. Etter klagers syn er det ingen holdepunkter i NMR 4.6.1 eller Fernley Fonds-avgjørelsen som tilsier at kjøpers motivasjon for handelen er av betydning så lenge han faktisk er interessert i å kjøpe. Tvert imot tilsier ordlyden i NMR 4.6.1 ifølge klagen at ordrens realitet er det avgjørende. Det vises i denne forbindelse til at det ville skape betydelige praktiske problemer dersom megler må gå inn og vurdere kjøpers motivasjon for å kjøpe, så lenge ordren er reell og kjøpskursen i seg selv ikke fremstår som feilaktig.

Videre viser klager til at både den initielle ordren som ble lagt inn, og den som lå til grunn for den gjennomførte handelen, lå innenfor spread. Ifølge klager er det på denne bakgrunn, og på bakgrunn av en gjennomgang av gjennomførte handler i aksjen i 2005, "uforståelig hvordan Børnstyret kan konkludere med at NOK 400 ikke representerer den aktuelle markedsverdien den 23. desember 2006 (feilskrift for 2005)"

Klager viser videre til at det var meglers klare vurdering, og det finnes ingen klare holdepunkter for at denne var feil, at handelen – som kunden ønsket å gjennomføre – måtte skje til kurs på 400 kroner. Transaksjonen ble heller ikke oppdaget som avvikende av børsens egne overvåkningssystemer. Av de 14 omsetninger av Gyldendal-aksjer som fant sted i annet halvår 2005, lå 10 på kr. 400 eller høyere.

Ulrichsen påpeker i brev til børsen av 16. mars 2006 at det flere ganger har skjedd at kursen på denne aksjen har beveget seg i store hopp fra forrige omsetning, så det er regelen snarere enn unntaket. Det er derfor ikke noe unormalt i kjøpsstrategien som ble lagt til grunn her. Han opplyser også at det på styremøte i Gyldendal den 22. august 2005 ble vedtatt at kr. 400 skulle være prisen dersom aksjer skulle tilbys til selskapets ansatte. Han selv mottok i oktober 2005 tilbud på kr. 510 pr. aksje for familiens aksjepost i Gyldendal. Videre bekrefter han at han gjennom handelen den 23. desember ønsket å få dokumentert den markedskurs på 400 som familien hadde benyttet ved overdragelsen av Gyldendal-aksjene som tingsinnskudd til selskapet Uldal AS i forbindelse med overgangsregel E.

Videre, og da særlig i relasjon til NMR4.6.2, anfører klager at det ikke er grunnlag for å hevde at kjøpsordren hadde til hensikt å påvirke kursen. Kunden ønsket å gjennomføre en handel for å bruke denne som en referanse, ikke å påvirke kursen for å endre verdi av aksjebeholdning slik som uttrykt i NMR 4.6.2. Klager uttaler videre i denne forbindelse:

"Som Kunden har gjort rede for til Oslo Børs, hadde han mottatt tilbud om kjøp av sin aksjepost til en kurs vesentlig over NOK 400. Det faktum at Kunden ga uttrykk for at han gjerne så at kursen ble høy, innebærer ikke at han og megleren hadde til intensjon om eller faktisk omgikk de gjeldende regler. Tvert imot gikk man frem på en aktsom måte ved blant annet å påse at man holdt seg innenfor spread. Utførende megler gjorde en nøye vurdering av kursbildet på kort og mellomlang sikt og han gjorde også en totalvurdering av situasjonen før han gjennomførte handelen. Det faktum at man måtte gå opp til NOK 400 for å få

gjennomført handelen, er ikke kritikkverdig. Som allerede påpekt, er det intet holdepunkt for å si at dette ikke representerte den aktuelle markedsverdien.

I Børsstyrets vedtak er det trukket frem at man ikke gikk gradvis oppover fra NOK 350 til NOK 400. Så lenge det faktisk forelå et ønske om å gjennomføre handelen, og det etter meglers vurdering ikke var mulig å gjennomføre handelen til en lavere pris den aktuelle dagen, kan denne fremgangsmåten vanskelig være kritikkverdig. Intensjonen med NMR 4.6.2 er å ramme de som på en utilbørlig måte forsøker å "kjøre" aksjekursen. Det er åpenbart ikke meningen at bestemmelsen skal forstås slik at en kjøper er pålagt å gjøre mindre gradvise økninger av sitt kjøpstilbud. En megler må ha full anledning til å gjennomføre en kjøpers ønske om en annen "kjøpsstrategi", så lenge denne ligger innenfor spread og det ikke er tale om kunstige ordre eller ulovlig markedsmanipulasjon. Det var verken noe urimelig eller unormalt ved den "kjøpsstrategien" som her ble gjennomført i tilknytning til en lite likvid aksje. At Børsstyret i ettertid mener at det ikke var "utenkelig" at et kjøp kunne ha vært gjort på NOK 370-380, kan utvilsomt ikke være tilstrekkelig for å konstatere brudd på NMR 4.6.2.

Det er for øvrig grunn til å påpeke at kjøpsordren ikke ble lagt inn til en så lav kurs at det var utenkelig at den ville bli tatt ut på denne kursen. Hvis denne ikke skulle være reell, ville man gått inn langt lavere. Det er ikke noe kritikkverdig eller utilbørlig å ville gjennomføre en handel for å kunne bruke denne som en referanse i en skattemessig sammenheng."

Klager mener at børsen i vedtaket har lagt til grunn for lave bevismessige krav. Det vises i denne forbindelse til at det ilegges et betydelig gebyr, at saken har et klart pønalt trekk og betydelige konsekvenser for den som blir ilagt sanksjoner.

Subsidiært anfører Fondsfinans at den ilagte reaksjonen er for streng. Det uttales i denne forbindelse følgende:

"Hvis Børsklagenemnden kommer til at det foreligger et brudd på regelverket, mener Fondsfinans at den ilagte sanksjonen er for streng. Det er tale om ett isolert tilfelle tilknyttet en liten handel i en meget lite likvid aksje. Saken er av en helt annen karakter enn Fearnley Fonds- og Kaupthing-saken. Det bør derfor ikke ilegges noe gebyr. I ethvert tilfelle må gebyret settes lavere enn i Børsstyrets vedtak.

I det tilfelle at Børsklagenemnden kommer til at det foreligger brudd på børsforskriften § 13-3 annet ledd og/eller NMR 4.6.1, men ikke NMR 4.6.2, legges det til grunn at dette blir reflektert i en mildere sanksjon."

Børsklagenemndens merknader

Ulrichsen-familien eier konsolidert 15,11% av aksjene i Gyldendal ASA, dvs 355.423 aksjer av de i alt 2.352.240 aksjer som er utstedt. Kjøpsordren på 20 aksjer hadde således ingen betydning for Ulrichsen-familiens eierposisjon.

Det særegne ved saken er at Kjell Ulrichsen i telefonsamtalen med megleren i Fondsfinans gir uttrykk for at han ønsker å kunne dokumentere en omsetning av Gyldendal-aksjene til høyest mulig kurs. Han ber megleren starte med å legge inn en kjøpsordre på 350. Når megleren foreslår å teste ut intervallet mellom 350 og 400, får han beskjed om å gå rett i 400 dersom det ikke oppnås kjøp på 350. Kjell Ulrichsen sier klart at han gjerne ser omsetning på 400.

Det er ikke tvil om at kjøpsordren var reell i den forstand at kunden ønsket å gjennomføre et kjøp av én børspost for å kunne dokumentere en markedsverdi på aksjen til et bestemt forhold. Det spesielle lå i flyttingen av kursen rett opp til beste selgerkurs

på kr. 400.- en halv time etter innleggelsen av første kjøpsordre på 350, uten at intervallet fra 350 opp til 400 var testet ut. Det hadde ikke vært omsetning i aksjen på kurs 400 eller høyere siden 19. august 2005. De siste omsetninger før handelen den 23. desember, lå på kr. 313 den 15. desember, kr. 330 den 19. desember og kr. 350 den 22. desember 2005.

Børsens handelssystem skal være en markedsplass for kjøp og salg av aksjer slik at de kurser som settes og omsetninger som gjøres, gir uttrykk for aktuell markedsverdi. Børsforskriften § 13-3 annet ledd og NMR pkt. 4.6.1 og 4.6.2 er ment å ramme bruk av børsens handelssystem til andre formål. Det synes klart at den aktuelle ordreinnleggelsen hadde et annet formål enn selve kjøpet, nemlig å få fastsatt en kurs – helst kr. 400 – på Gyldendal-aksjene.

Brukt som markedsplass for en vanlig kjøper av aksjer, ville den naturlige fremgangsmåte være å teste ut intervallet mellom 350 og 400, noe som også var meglerens naturlige reaksjon i telefonsamtalen med oppdragsgiver. Det at kunden ønsket å gå direkte fra 350 til 400, hadde utelukkende sammenheng med ønsket om å nå denne kursen, for å ha en slik omsetning å vise til i relasjon til overgangsregel E.

Spørsmålet er om megleren ved å følge kundens instruksjoner her har brutt regelen i børsforskriften § 13-3 annet ledd om ikke å medvirke til offentliggjøring av kurser som ikke representerer aktuell markedsverdi, kravet i NMR 4.6.1 om at innlagte ordre må gjenspeile aktuell markedsverdi og utgjøre reelle ordre, eller forbudet i NMR 4.6.2 mot å inngå handel i den hensikt å påvirke kursen.

Det er vanskelig å vite hvordan en uttesting av intervallet mellom 350 og 400 ville falt ut. Det er dermed usikkert hva den aktuelle markedsverdien av aksjene var, selv om det er sannsynlig at den på bakgrunn av de siste omsetninger i desember 2005 ville ligget noe lavere enn 400. Uansett denne usikkerheten ser børsklagenemnden det som en illojal utnyttelse av børsens handelssystem når megleren ut fra kundens ønske om en omsetning på 400, lar være å teste ut selgerens vilje til å gå under den innlagte selgerkurs.

Ordren på 350 ble liggende inntil megleren gikk direkte opp til 400 som var beste selgerkurs, uten å prøve det mellomliggende intervall, slik han opprinnelig hadde foreslått. Det var dermed ønsket om å få satt en børskurs på 400 som var førende for megler, ikke ønsket om å se på hvilket nivå man ville møte en selger. Hensikten med børsens handelssystem som markedsplass kan ved en slik opptreden bli undergravet.

Børsklagenemnden er enig med børsen i at megler har en selvstendig plikt til å påse at ordrer som utføres er i overensstemmelse med gjeldende regler. Fondsfinans har som børsmedlem vedtatt Oslo Børs' handelsregler NMR og er bundet av disse. Megleren har en plikt til å gjøre egne vurderinger med hensyn til lovligheten av ordrer. Det er viktig at de kurser som legges inn uttrykker reell markedsverdi dersom Oslo Børs skal fungere som markedsplass. Det er dessuten skadelig for markedet at Børsens handelssystem brukes for omsetninger som har andre motiver enn selve kjøpsinteressen.

Kundens motivasjon for fremgangsmåten er her helt klar og dokumentert gjennom lydbåndopptaket av telefonsamtalen med megler. Kundens hensikt - å få fastsatt en kurs så høy som mulig innenfor spreaden, og da helst 400 - var dermed åpenbar for megler. Når megleren har forstått dette, og at det her ikke var snakk om å prøve å skaffe til veie 20 aksjer i Gyldendal så rimelig som det lot seg gjøre på markedet, må meglerforetaket sies å ha vært med på å slutte en handel i den hensikt å påvirke kursen for å endre verdien av Ulrichsen-familiens aksjeportefølje i Gyldendal i forhold til den sist foreliggende omsetningskurs.

NMR 4.6.2, første avsnitt, tredje strekpunkt vil direkte ramme en slik opptreden. Det er ikke bare kursen ved utløpet av et år eller en måned som omfattes av bestemmelsen,

dette er bare trukket frem som eksempler på tidspunkter hvor man kan ha en spesiell interesse av kursfastsettelsen. Formuleringen "på et bestemt tidspunkt" i den norske utgaven av reglene er en oversettelse av "at any given time" i den engelske versjon. I nærværende tilfelle foreligger også en slik spesiell interesse av kursfastsettelsen, som uten denne transaksjonen ville blitt liggende på et langt lavere nivå. Børsklagenemnden er derfor enig med børsen i at det foreligger brudd på NMR 4.6.2.

Når det gjelder børsforskriften § 13-3 annet ledd og NMR 4.6.1 anses også disse bestemmelser for overtrådt ved at det gjøres et slikt hopp i forhold til omsetningskursen på aksjen dagen før, selv om det er beheftet med usikkerhet hvor transaksjonen hadde endt, dersom megler hadde fulgt den fremgangsmåte som han først foreslo, og som ville vært den naturlige.

Sanksjonsspørsmålet

I motsetning til Børsen, finner Børsklagenemnden at det i dette tilfellet ikke bør reageres med overtredelsesgebyr. Det vises i den forbindelse til usikkerheten rundt markedsverdien, og at det dreier seg om en svært lite likvid aksje, som ved mange tidligere omsetninger i 2005 hadde ligget på en kurs rundt 400, og hvor det heller ikke var uvanlig med relativt store hopp i kursbildet. Det vises også til kundens påpekning til megler om at han hadde bud på sin aksjepost langt over denne kurs (selv om det å selge en større aksjepost selvsagt er noe helt annet og gir en helt annen pris).

Børsklagenemnden legger videre vekt på at det dreier seg om en enkeltstående og svært liten transaksjon hvor megleren handlet impulsivt og raskt. Saken skiller seg i så måte sterkt fra Fearnley Fonds- og Kaupthing-saken.

På denne bakgrunn finner børsklagenemnden det tilstrekkelig å meddele børsmedlemmet en advarsel for overtredelse av børsforskriften § 13-3 annet ledd og NMR 4.6.1 og 4.6.2. Børsstyrets vedtak av 29. mars 2006 blir å endre tilsvarende. For enkelhets skyld formuleres et nytt vedtak fra børsklagenemndens side.

Børsklagenemndens vedtak

Børsstyrets vedtak av 29. mars 2006 oppheves.

Fondsfinans ASA meddeles en advarsel etter børsforskriften § 25-6 nr.1 og NMR 4.11.9 for overtredelse av børsforskriften § 13-3 annet ledd samt NMR 4.6.1 og 4.6.2.

7.3 NOREX MEMBER RULES/HANDELSREGLER

7.3.1 NOREX Member Rules – Notification of a new version 1.7

The NOREX exchanges will issue a new version of the NOREX Member Rules (NMR), which is expected to enter into force 25. September 2006.

Please find below a list of the main contemplated amendments:

- New Tick Size Table for OSE
- Introduction of new trade type "Derivatives Related Transaction"
- Trade type "Old Trade" deleted for OSE and ICEX and "Block Trade" deleted for ICEX
- Rules stating that one share shall form a round lot at HEX
- Change of wording in section 4.6.1
- Change in section 4.8.1 regarding trading halt

- Change in section 5.7.1 and 6.7.1 regarding notification for wrongful reported trades
- New rules regarding tick sizes at HEX, SB and CSE
- Section 5.8.2 regarding 1-day settlement for ICEX will be deleted from 1 November 2006
- Section 4.4.1. Last sentence deleted
- NMR made applicable for the new ICEX market isec
- Changes to the definition of "Latest Paid Price" and amendments to section 6.9 and 6.10 regarding closing price for bonds at CSE
- Amendments to section 5.2.1, Appendix D and definition of "Accept Matching" for SSB and CSE

7.3.2 Høring – Buy-in rules and procedures on the equities market (høringsnotat av 07.12.2006)

Se <http://www.oslobors.no/ob/hoeringer>

7.3.3 Circuit breakers (høringsnotat av 07.07.2006).

Se <http://www.oslobors.no/ob/hoeringer>

8. INNSIDE – MELDEPLIKT – FLAGGING

8.1 INNSIDE

8.1.1 Orientering om nytt insideregister (børssirkulære nr. 5/2006)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>