

# **BØRSRETTSDAGENE**

**25. OG 26. JANUAR 2010**

**Vedtak og uttalelser 2009**

**Juridisk direktør Atle Degré**

<b>1. INNLEDNING</b> .....	<b>5</b>
1.1 GENERELT .....	5
1.2 INFORMASJON PÅ WWW.OSLOBORS.NO .....	5
1.3 OVERSIKT OVER BØRSSIRKULÆRER 2009.....	6
<b>2. PROSPEKTPLIKT</b> .....	<b>6</b>
2.1 PROSPEKTKONTROLLEN.....	6
2.1.1 Oversikt over kontrollerte prospekter 2009.....	6
2.1.2 Oversikt over informasjonsdokument og tilsvarende dokument.....	9
2.1.3 Prospektkontrollen 2008 – årlig rapport fra Oslo Børs til Kredittilsynet (brev av 28.1.2009).....	9
2.2 PROSPEKTREGLER.....	12
2.2.1 Rettskilder, sjekklister mv .....	12
2.2.2 CESR Frequently asked questions.....	13
2.3 PROSPEKTPLIKT.....	13
2.3.1 Vedr. spørsmål om ansvarlig lån/frittstående tegningsretter (e-post av 07.01.2009).....	13
2.3.2 Listing of new share class on Oslo Børs (e-post av 19.01.2009) .....	14
2.3.3 Prospektplikt – 10-prosentemisjon (e-post av 10.06.2009).....	14
2.3.4 Vedrørende prospektplikt – unntak mv. (e-post av 23.06.2009).....	15
2.3.5 Vedrørende krav ifm utarbeidelse av "dokument tilsvarende sammendrag i prospekt" ifm overføring av notering fra børs til Axess (e-post av 27.11.2009) .....	16
2.4 PROSPEKTERS INNHOLD OG FORM.....	18
2.4.1 Kombinasjonen av språk i prospekt og informasjonsdokument (børssirkulære 2/2009) .....	18
<b>3. OPPTAK TIL BØRSNOTERING</b> .....	<b>18</b>
3.1 NYE SELSKAPER I 2009 .....	18
3.2 NYE BØRSREGLER MV. ....	19
3.2.1 Endringer i regler for "Børsnoterte råvarer (ETC-er) (Opptaksregler og løpende forpliktelser)" (børssirkulære 1/2009).....	19
3.2.2 Endring av ETF-reglene - børsnotering av aktivt forvaltede fond (børssirkulære 3/2009).....	19
3.2.3 Nye derivatregler (børssirkulære 6/2009).....	19
3.3 OPPTAKSPRAKSIS.....	19
3.3.1 Samarbeidsavtale med Singapore-børsen.....	19
3.3.2 Notering av konvertibelt lån (e-post av 25.05.2009).....	21
3.3.3 Fastsettelse av hjemstat etter Transparency-direktivet - depotbevis (brev av 23.09.2009 til Kredittilsynet).....	21
3.3.4 Omsetningsperiode for handel med tegningsrettigheter (brev av 05.10.2009) 23	
3.3.5 Aktivt forvaltede fond (telefonkonferanse 26.10.2009) .....	24
<b>4. STRYKNING/SUSPENSJON</b> .....	<b>24</b>
4.1 SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING I 2009 .....	24
4.2 STRYKNINGSSAKER.....	25
4.2.1 Namsos Trafikkselskap ASA – klage over Oslo Børs ASA's vedtak om avslag på søknad om strykning (Børsklagenemndens avgjørelse av 17.09.2009).....	25
4.2.2 Stavanger Aftenblad ASA – Internt notat vedr. søknad om strykning der selskapet har søkt om strykning .....	29
4.2.3 CanArgo – strykning (Børsstyrevedtak 27.08.2009).....	31

4.2.4	<i>Norman ASA – avvisning av klage (Børsklagenemndens avgjørelse av 15.12.2009)</i> .....	35
4.2.5	<i>Strykning av Norman ASA (børssstyrevedtak 30.9.2009)</i> .....	46
4.3	SELSKAPER OVERFØRT FRA OSLO BØRS TIL OSLO AXESS .....	51
4.3.1	<i>Rem Offshore ASA - Overflytting til Oslo Axess (brev av 12.06.2009)</i> .....	51
4.3.2	<i>Nexus Floating Production Ltd – videreføring av notering (brev av 26.11.2009)</i> .....	51
<b>5.</b>	<b>LØPENDE UTSTEDERFORPLIKTELSER</b> .....	<b>53</b>
5.1	NYE REGLER.....	53
5.1.1	<i>Endringer i opptaksreglene og løpende forpliktelser (børssirkulære 10/2009)</i> 53	
5.1.2	<i>Opptakskrav og informasjonsplikter for olje- og naturgasselskaper (børssirkulære 9/2009)</i> .....	53
5.1.3	<i>Børsnoterte råvarer (ETC-er) (børssirkulære 1/2009)</i> .....	53
5.1.4	<i>Kombinasjon av språk i prospekt og informasjonsdokument (børssirkulære 2/2009)</i> .....	53
5.1.5	<i>Endring av ETF-reglene – børsnotering av aktivt forvaltede fond (børssirkulære 3/2009)</i> .....	53
5.1.6	<i>Nye derivatregler (børssirkulære 6/2009)</i> .....	53
5.2	INFORMASJONSPLIKT – OVERTREDELSE.....	53
5.2.1	<i>DNO International ASA – overtredelse av løpende informasjonsplikt og brudd på opplysningsplikt (Børsklagenemndens sak 4/2009)</i> .....	53
5.2.2	<i>Wega Mining ASA - Informasjonshåndtering ved kapitalbehov (Børsstyrevedtak 17. 06.2009)</i> .....	73
5.2.3	<i>Bjørge ASA - Informasjonshåndtering i forbindelse med inngåelse av rammeavtale</i> .....	87
5.3	UTTALELSER OM INFORMASJONSPLIKT .....	88
5.3.1	<i>Testresultater- en eller flere opplysninger (e-post av 19.10.2009)</i> .....	88
5.3.2	<i>Vedrørende guiding til markedet (e-post av 27.10.2009)</i> .....	89
5.4	INFORMASJONSDOKUMENT .....	89
5.5	LIKEBEHANDLING/GOD BØRSSKIKK .....	89
5.5.1	<i>Deling av Rem Offshore ASA – likebehandling og god børsskikk (brev av 02.06.2009)</i> .....	89
5.5.2	<i>Crew – aksjonærkrav om frysing av aksjeutstedelse - likebehandling (epost 8. og 9. desember 2009)</i> .....	99
5.6	EIERSTYRING OG SELSKAPsledelse .....	99
5.6.1	<i>Revidert utgave av Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse (Børssirkulære 5 2009)</i> .....	99
<b>6.</b>	<b>TILBUDSPLIKT/FRIVILLIG TILBUD</b> .....	<b>99</b>
6.1	KONTROLLERTE TILBUD .....	99
6.2	TILBUDSPLIKT.....	100
6.2.1	<i>Re: Tilbudsplikt – Avvikling av total return swap(e-post av 23.04.2009)</i> .....	100
6.2.2	<i>Avtale om deling av Rem Offshore ASA – tilbudsplikt (brev av 26.05.2009)</i> .....	102
6.2.3	<i>Unntak for frivillig tilbud fremsatt etter reglene om pliktig tilbud (e-post av 02.06.2009)</i> .....	103
6.2.4	<i>Anvendelse av reglene om tilbudsplikt på sammenføring(brev av 17. 06.2009)</i> .....	104
6.2.5	<i>Spørsmål om tilbudsplikt ved "amalgamation" (epost av 12.2009)</i> .....	105
6.2.6	<i>Tilbudsplikt – aksjer utstedt i tilbudsperioden (e-post av 10.09.2009)</i> .....	106
6.2.7	<i>Spørsmålsstilling om effekt av aksjelån (e-post av 17.09.2009)</i> .....	107
6.3	UNNTAK FRA TILBUDSPLIKT – BØRSENS VEDTAKSKOMPETANSE .....	107
6.3.1	<i>Application for exemption from mandatory bid obligation (brev av 31.03.2009)</i> .....	107

6.3.2	<i>Solstad Offshore ASA – unntak fra tilbudsplikt ved intern omorganisering (epost 22.12.2009)</i>	108
6.4	TILBUDSPRIS	108
6.4.1	<i>Borgarting lagmannsretts dom i Seadrills søksmål mot Oslo Børs 9. mars 2009 og Høyesteretts ankeutvalgs beslutning 26. juni 2009</i>	108
6.4.2	<i>Gyldendal ASA – Periscopos – spørsmål om tilbudspris i forbindelse med pliktig tilbud (Børsklagenemndens avgjørelse i sak 1/2009)</i>	109
6.4.3	<i>Konsolidering – eneeier av part i aksjonæravtale - Telecomputing ASA (e-poster av 18. og 20.11.2009)</i>	118
6.5	FRIVILLIG TILBUD	119
6.5.1	<i>Lovvalg (e-post av 05.01.2009)</i>	119
6.6	LIKEBEHANDLING	119
6.6.1	<i>Klage over særbehandling av aksjonærer i Telecomputing ASA (Børsklagenemndens sak 1/2010)</i>	119
6.6.2	<i>Powel purchase offer – unntak for amerikanske aksjonærer (e-post av 26.06.2009)</i>	135
6.7	GARANTI	137
6.7.1	<i>Roxar ASA - nedskrivning garantibeløp (e-post av 01.07.2009)</i>	137
6.8	MÅLSSELKAPETS UTTALELSE	137
6.8.1	<i>Ad Tandbergs styreuttalelse etter vphl § 6-16 (e-post av 09.10.2009)</i>	137
6.8.2	<i>GGG – vedr. styrets uttalelse om tilbud (e-post av 26.10.2009)</i>	139
<b>7.</b>	<b>MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER</b>	<b>139</b>
7.1	NYE MEDLEMMER 2009	139
7.2	MEDLEMMER SOM HAR AVNOTERT	140
7.3	MEDLEMSREGLER/HANDELSREGLER	140
7.3.1	<i>New Member and Trading Rules for Oslo Børs, Oslo Axess and Oslo ABM</i>	140
<b>8.</b>	<b>BØRSENS TAUSHETSPLIKT – INNSYN</b>	<b>147</b>
8.1.1	<i>Fast Search and Transfer ASA – spørsmål om innsyn (Børsklagenemndens avgjørelse i sak 2/2009)</i>	147
8.1.2	<i>Begjæring om innsyn i overtredelsessak vedr DNO International fra Dagens Næringsliv – klage (brev av 16.09.2009)</i>	148

## **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. e-post, eller som referat av andre samtaler og har en mer uformell form. Vi har likevel tatt dem med når de kan ha interesse utover den aktuelle sak.

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.

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

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

Børsklagenemndens vedtak, enkelte av børsstyrets vedtak og børssirkulærer publiseres løpende. Gratis abonnement kan bestilles på børsens nettside. Sirkulærene er ikke inntatt i materialsamlingen annet enn som referanse.

I sirkulære 7/2008 er alle tidligere sirkulærer kategorisert som gjeldende, delvis gjeldende eller opphevet.

<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk> inneholder også norske og engelske versjoner av relevant regelverk.

http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk

Fil Rediger Vis Favoritter Verktøy Hjelp

Favoritter Foreslåtte områder Gratis Hotmail Web Slice-galleri

Vepsebørsen Webtop Notering / Oslo Børs - Osl... Regelverk / Oslo Børs ... Webtop

Oslo Børs VPS Oslo ABM Oslo Axess Newsweb

OSLO OSLO BØRS

Søk på websiden...

08.12.2009 / kl. 13:54 / Oslo Børs er åpen

Kurser og marked Notering Handel Produkter og tjenester

Her er du: Regelverk

## Regelverk

**Regelverk**

- Aktuelle lover
- Aktuelle forskrifter
- Børssirkulærer
- Regler for utstedere
- Medlemsregler
- Direktiver og forordninger
- Derivatreglene
- Vedtak og uttalelser
- Andre aktuelle tekster
- Høring
- Børsklagenemnden
- Prospekt - rettskilder og sjekkliste
- Registrerte profesjonelle investorer

**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, har vi samlet linker til de viktigste lover og forskrifter innen området børs- og verdipapirrett.

Her finner du også børssirkulærer, avgjørelser fra børsen og børsklagenemnden, samt andre aktuelle tekster.

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

 [Utskriftsvennlig versjon](#)

SMS 2022 Newsweb

Kursdata er minimum 15 min. forsinket, og levert av Oslo Børs og [Interactive Data](#). Løsning for presentasjon av

### 1.3 OVERSIKT OVER BØRSSIRKULÆRER 2009

10/2009	Endringer i opptaksreglene og løpende forpliktelser
9/2009	Opptakskrav og informasjonsplikter for olje- og naturgasselskaper
8/2009	Regler for handel på Oslo Connect
7/2009	Endringer i priser på Oslo Børs, Oslo Axess og Oslo ABM. Børsmedlemmer
6/2009	Nye derivatregler
5/2009	Revidert utgave av Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse
4/2009	Nye lovregler for utstedere av noterte verdipapirer (generalforsamling og revisjonsutvalg) samt nye regler om sparebanker mv.
3/2009	Endring av ETF-reglene - børsnotering av aktivt forvaltede fond
2/2009	Kombinasjon av språk i prospekt og informasjonsdokument
1/2009	Børsnoterte råvarer (ETC-er)

## 2. PROSPEKTPLIKT

### 2.1 PROSPEKTKONTROLLEN

#### 2.1.1 Oversikt over kontrollerte prospekter 2009

SELSKAP	TYPE ØVELSE	GODKJ.BREV
Global Infrastruktur II AS	Prospekt	07.01.2009
Eurofond Real Estate Opportunity AS	Prospekt	20.01.2009
NorDiag ASA	Prospekt	16.01.2009

<b>SELSKAP</b>	<b>TYPE ØVELSE</b>	<b>GODKJ.BREV</b>
Hjellegjerde ASA	Prospekt	14.01.2009
Nordea Norske Aksjer II Warrant 2009/2013	Verdipapirdokument warrant	12.01.2009
Nordea Kraft XVII Warrant 2009/2013	Verdipapirdokument warrant	12.01.2009
PRE China Private Equity II AS	Verdipapirdokument	03.02.2009
ABG Sundal Collier Oil Derivative Long	Verdipapirdokument	25.02.2009
ABG Sundal Collier Oil Derivative Short	Verdipapirdokument	25.02.2009
Algeta ASA	Prospekt	10.03.2009
Sverd Private Equity 2007 AS	Verdipapirdokument	16.02.2009
Sverd Strategiske Investeringer AS	Verdipapirdokument	25.03.2009
Nordic Power Trading I AS	Verdipapirdokument	16.02.2009
Fairstar Heavy Transport N.V.	Prospekt	04.03.2009
Tandberg Data ASA	Prospekt	04.03.2009
BW Gas Limited	Prospekt	04.03.2009
Hurtigruten ASA	Prospekt	09.03.2009
Nordea Norske Aksjer III Warrant 2009/2013	Verdipapirdokument warrant	24.02.2009
Sparebanken Øst	Prospekt	20.03.2009
London Opportunities AS	Prospekt	26.03.2009
Eurofond Real Estate Opportunity AS	Verdipapirdokument	27.03.2009
Nordea Valuta XXI Warrant 2009/2011	Verdipapirdokument	09.03.2009
Sparebank 1 Midt-Norge Private Equity I AS	Verdipapirdokument	16.03.2009
Lighthouse Caledonia ASA	Prospekt	31.03.2009
Fornybar Energi I AS	Prospekt	26.03.2009
BWG Homes ASA	Prospekt	16.03.2009
Scorpion Offshore Ltd.	Prospekt	30.03.2009
Sissener Sirius ASA	Prospekt	Ukjent dato
SeaBird Exploration Ltd.	Prospekt	15.04.2009
Reservoir Exploration Technology ASA	Prospekt	30.04.2009
NHST Media Group AS	Prospekt	06.05.2009
PRE China Private Equity II AS	Prospekt	Ukjent dato
Clavis Pharma ASA	Prospekt	17.07.2009
Aqua Bio Technology ASA	Prospekt	07.05.2009
Thin Film Electronics ASA	Prospekt	14.05.2009
PRE Tyskland Bolig-Privatisering (feeder) AS	Prospekt	17.06.2009
Nordea Valuta XXII Warrant 2009/2010	Verdipapirdokument warrant	18.05.2009
Fara ASA	Prospekt	18.05.2009
DnB NOR Warrant Dyp Verdi 2009/2011	Verdipapirdokument warrant	03.06.2009
Renewable Energy Corporation ASA	Prospekt	26.06.2009
Sverd Secondaries AS	Prospekt	18.06.2009
DnB NOR Warrant CAP OBX 2009/2010	Verdipapirdokument warrant	18.06.2009
Sverd Private Equity II AS	Prospekt	19.06.2009
Faktor Eiendom ASA	Prospekt	08.06.2009
Schibsted ASA	Prospekt	18.06.2009
Sevan Marine ASA	Prospekt	19.06.2009
Golden Ocean Group Ltd	Prospekt	06.08.2009
Nordea Kraft Pluss 2009-2012	Verdipapirdokument warrant	25.06.2009
PRE China Private Equity II AS	Verdipapirdokument	29.06.2009
Spectrum ASA	Prospekt	04.07.2009
Otrum ASA (Tilbyder: OTER Invest AS)	Prospekt	02.06.2009
TTS Marine ASA	Prospekt	26.06.2009
London Opportunities AS	Verdipapirdokument	15.07.2009

<b>SELSKAP</b>	<b>TYPE ØVELSE</b>	<b>GODKJ.BREV</b>
Rocksource ASA	Prospekt	22.07.2009
Grieg Seafood ASA	Prospekt	22.07.2009
Sevan Marine ASA	Prospekt	03.08.2009
Scandinavian Property ASA	Prospekt	22.07.2009
Norwegian Property ASA	Prospekt	12.08.2009
Codfarmers ASA	Prospekt	31.07.2009
Songa Offshore	Prospekt	22.07.2009
DnB NOR Bank ASA	Prospekt	
Stepstone ASA	Registreringsdokument	29.07.2009
Storm Nordic AS	Prospekt	02.09.2009
Thin Film Electronics ASA	Prospekt	30.07.2009
Eidsiva Rederi ASA	Prospekt	18.08.2009
Kongsberg Automotive ASA	Prospekt	05.10.2009
Siem Offshore Inc	Prospekt	21.08.2009
Aker Seafoods ASA	Prospekt	02.09.2009
PRE Tyskland Bolig-Privatisering (feeder) AS Emisjon II	Verdipapirdokument	18.09.2009
PRE China Private Equity II AS - Emisjon VIII	Verdipapirdokument	18.09.2009
Oceanteam ASA	Prospekt	07.09.2009
Dockwise	Prospekt	05.11.2009
NEF Kraft 100 AS	Prospekt	14.09.2009
Sverd Private Equity II AS	Verdipapirdokument	28.09.2009
Sverd Secondaries AS	Verdipapirdokument	28.09.2009
Pareto Offshorekapital II ASA	Verdipapirdokument	18.09.2009
AGR group	Prospekt	18.09.2009
Nordea Valuta XXIII Warrant 2009/2011	Verdipapirdokument warrant	16.09.2009
Polarcus Limited	Prospekt	17.09.2009
Apptix ASA	Prospekt	01.10.2009
Golar LNG Energy Ltd	Prospekt	30.11.2009
Repant ASA	Prospekt	05.10.2009
Oceanteam ASA	Tilleggsprospekt	22.09.2009
International Gold Exploration AB	Prospekt	14.10.2009
Transeuro Energy Corp	Prospekt	28.10.2009
Norwegian Energy Company ASA (NORECO)	Prospekt	13.09.2009
FLEX LNG	Prospekt	28.09.2009
PRE China Private Equity II AS	Verdipapirdokument	21.10.2009
PRE Tyskland Bolig-Privatisering (Feeder) AS	verdipapirdokument	28.10.2009
SpareBank 1 SR-Bank	Prospekt	27.10.2009
Norwegian Energy Company ASA (NORECO)	Prospekt	29.10.2009
Northern Logistic Property ASA	Prospekt	17.10.2009
Pareto Eiendomskapital ASA	Prospekt	24.11.2009
NattoPharma ASA	Prospekt	12.11.2009
Verdispar Croatian Development Property I AS	Prospekt	18.11.2009
DnB NOR ASA	Prospekt	23.11.2009
Nordea Valuta XXIV Warrant 2009/2011	Verdipapirdokument warrant	18.11.2009
Nordea Kraft Pluss II 2009/2013	Verdipapirdokument warrant	18.11.2009
DiaGenic ASA	Prospekt	09.12.2009
Sverd Secondaries AS	Verdipapirdokument	02.12.2009
Sverd Private Equity II	Verdipapirdokument	02.12.2009
Comrod Communication ASA	Prospekt	30.11.2009
Eitzen Chemical ASA	Prospekt	03.12.2009
Nordisk Realkapital AS	Prospekt	11.12.2009
SeaBird Exploration Ltd.	Prospekt	09.12.2009
Nordiag ASA	Prospekt	21.12.2009



<b>SELSKAP</b>	<b>TYPE ØVELSE</b>	<b>GODKJ.BREV</b>
Crew Gold Corporation	Prospekt	04.01.2010
Electromagnetic Geoservices ASA	Prospekt	23.12.2009
Nio Security Inc	Prospekt	22.12.2009
Pareto Offshorekapital II ASA	Tilleggsprospekt	04.01.2010

### **2.1.2 Oversikt over informasjonsdokument og tilsvarende dokument**

<b>SELSKAP</b>	<b>TYPE ØVELSE</b>	<b>GODKJ.BREV</b>
Vitrolife AB (publ)	Tilsvarende dokument	03.02.2009
Delia Invest AS	Tilsvarende dokument	17.03.2009
Polaris Media	Informasjonsdokument	31.03.2009
Avocet	Informasjonsdokument	19.05.2009
Ignis ASA	Informasjonsdokument	19.05.2009
Rem Offshore ASA	Informasjonsdokument	15.05.2009
Solstad Offshore ASA	Informasjonsdokument	15.05.2009
Repant ASA	Informasjonsdokument	04.07.2009
Navamedic ASA	Informasjonsdokument	10.09.2009
Aker Exploration/Det norske (også tilsv dok).	Informasjonsdokument	13.10.2009
Nordiag ASA	Informasjonsdokument	02.11.2009
GTB ASA	Informasjonsdokument	22.12.2009
Photocure ASA	Informasjonsdokument	28.10.2009
Ringerikes Sparebank	Tilsvarende dokument	16.11.2009
Nexus Floating Production Ltd.	Tilsvarende dokument	18.12.2009

### **2.1.3 Prospektkontrollen 2008 – årlig rapport fra Oslo Børs til Kredittilsynet (brev av 28.1.2009)**

Det følger av verdipapirforskriften (vpf) § 7-12 at Oslo Børs innen utgangen av januar hvert år skal avgi en skriftlig redegjørelse om gjennomføringen av oppgavene nevnt i verdipapirforskriften §§ 7-3 og 7-4.

Etter samtaler med Kredittilsynet har Oslo Børs lagt til grunn at Kredittilsynet i rapporten for 2008 ønsker en redegjørelse tilsvarende dem som er avgitt tidligere hvor de samme forhold omhandles. Nedenfor følger således først en statistikk som gir en oversikt over antall kontrollerte og godkjente prospekter, deretter en redegjørelse for organiseringen av kontrollarbeidet og prosessen, og til slutt en oversikt over bruk av dispensasjons- og sanksjonshjemler.

#### **1 Statistikk**

Oslo Børs har i løpet av 2008 kontrollert og godkjent 178 prospekter hvorav 125 er knyttet til utstedelse av aksjer, 53 er knyttet til utstedelse av obligasjoner, og 10 er knyttet til utstedelse av warrants.

I aksjemarkedet var det 57 prospekter knyttet til børsnoterte selskaper (herunder selskaper som skulle børsnoteres) og 69 knyttet til unoterte selskaper (tallene inkluderer 22 verdipapirdokumenter og 1 registreringsdokumenter). Dette er en halvering i forhold til fjordåret. Det er også utarbeidet 14 tilsvarende dokumenter etter reglene for informasjonsdokumenter. Samtlige warrantsprospektene ble utferdiget som verdipapirdokument knyttet til et tidligere registrert obligasjonsprospekt (registreringsdokument). I obligasjonsmarkedet er normalt prospekter utformet som tredelte dokumenter. Det ble godkjent 43 verdipapirdokumenter (30 knyttet til noterte lån og 13 til unoterte) og 10 registreringsdokumenter (9 knyttet til noterte lån og 1 til unotert lån). I tillegg har børsen avbrutt kontrollen av 16 prospekter. Det er også utarbeidet 31 tilleggsprospekter i tilknytning til allerede godkjente prospekter (20 knyttet til aksjer og 11 knyttet til obligasjoner).

Oslo Børs har mottatt notifikasjon av 364 prospekter fra andre EU/EØS-land. Av disse gjelder 37 prospekter for aksjer og 327 prospekter for obligasjoner. Oslo Børs har notifisert 19 aksjeprospekter til andre lands tilsynsmyndigheter. Ti obligasjonsprospekter er meldt grensekryssende til andre EØS-land fra Norge.

Oslo Børs har fått overført myndighet fra annet EØS-lands tilsynsmyndigheter etter prospektdirektivets art 13 (5) til å gjennomføre prospektkontroll for utstedere hjemmehørende i Sverige og på Kypros. Det har til sammen vært kontroll og godkjenning av syv prospekter for fem forskjellige selskaper i tilknytning til emisjoner og noteringer ved Oslo Børs/ Oslo Axess.

I løpet av 2008 er det en profesjonell investor som har anmodet om å bli strøket fra listen over profesjonelle investorer, jfr. verdipapirhandelloven (vphl.) § 7-4 nr. 8, jf. vpf § 7-1. Oversikten er tilgjengelig på Oslo Børs' web sider.<sup>1</sup>

## 2 Organisering av prospektkontrollen

Aksje- og warrantprospekter er organisert under prospekt- og transaksjonsavdelingen med bistand fra selskapsavdelingen. Prospekter for lån kontrolleres og godkjennes av renteavdelingen. Det er pr. 31. januar 2009 fem personer som arbeider i prospekt- og transaksjonsavdelingen og seks i selskapsavdelingen. Det er syv personer som arbeider i renteavdelingen.

Det er foretatt mindre endringer hva gjelder prosedyren for kontroll og godkjenning av aksjeprospekter. I utgangspunktet er det to saksbehandlere som gjennomgår det enkelte aksje- eller warrantprospekt hvorav en har hovedansvaret. Saksbehandler nummer to skal se på transaksjonskapitlet, proforma oppsett, erklæring knyttet til arbeidskapital og resultatvarsel dersom det er inkludert, og utvalgte deler slik angitt av saksbehandler nummer en. Saksbehandler nummer to fungerer som en kvalitetskontroll og diskusjonspartner. Det er ikke en dedikert jurist for hvert prospekt på regulær basis, men jurist konsulteres ved behov. Jurister skal involveres ved kompliserte transaksjoner eller kompliserte selskapsrettslige forhold. Som tidligere vil det kun være en saksbehandler som kontrollerer et prospekt som er utarbeidet for en emisjonsrekke som baseres på en mal som har vært godkjent tidligere. Ved kontroll av obligasjonsprospekter vil kontrollen gjennomføres av en dedikert saksbehandler med bistand fra jurister ved behov.

Selv om Informasjonsdokumenter ikke er en del av den myndighetsdelegerte prospektkontrollen, er kontroll av slike dokumenter underlagt den samme organisering og behandlingen som prospekter. Plikten til å utarbeide informasjonsdokumenter følger av børsens egne regler, jfr. løpende forpliktelser pkt. 3.5. Kravene til innhold i informasjonsdokumenter er knyttet til innholdskravene for prospekter. Børsen legger til grunn at utarbeidelsen av et informasjonsdokument tilfredsstiller kravene til et "tilsvarende dokument" som fritar fra plikten til å utarbeide prospekt etter vphl. § 7-4 nr. 4/6 og 7-5 nr. 5/7.<sup>2</sup>

## 3 Prospektkontrollen

### 3.1 Orientering til markedsaktørene

Børsen har i løpet av 2008 ikke utgitt separat informasjon knyttet til tolkning og praktisering av prospektreglene, utover å besvare og videreformidle konkrete

<sup>1</sup> <http://www.oslobors.no/ob/profesjonelleinvestorer>

<sup>2</sup> Jfr. Børssirkulære 7/2007 pkt. 4.5

henvendelser. Det har imidlertid vært en kontinuerlig oppdatering av CESRs Frequently Asked Questions (Q&A)<sup>3</sup> hvor også Oslo Børs har bidratt med problemstillinger.

Børsen utarbeidet i 2006 et internt arbeidsdokument – en kunnskapsdatabase – knyttet til innholdskravene i Kommisjonsforordning 809/2004. I løpet av 2008 har prospektavdelingen hatt en grundig gjennomgang av kunnskapsdatabasen for i felleskap å vurdere endringer og tilføyelser. Kunnskapsdatabasen benyttes i det daglige arbeidet med prospektkontrollen. Det vil også vurderes om det er mulig å publisere enkelte av kommentarene som fremkommer i kunnskapsdatabasen. Enkelte av børsens mer prinsipielle besvarelser på konkrete henvendelser fremkommer i "vedtak og uttalelser 2008".

Børsen mener å løse tilfredsstillende utfordringen i å sørge for at tolkningen og ikke minst praktiseringen av innholdskravene gjøres likt, og at vi også klarer å formidle disse vurderingene på en hensiktsmessig måte til markedsaktørene.

### 3.2 Godkjenning og kontroll

#### Aksjeutstedere

Antall kontrollerte prospekter er betydelig redusert fra 2007 til 2008. Dette er et resultat av generelt lavere aktivitet i finansmarkedet. Nivået er imidlertid tilsvarende som for 2006.

I kontrollen med emisjonsprospekter – og da særlig for de noterte selskapene – har børsen i løpet av 2008 hatt særlig fokus på erklæringer knyttet til arbeidskapital. Det følger av kommisjonsforordning 809/2004 krav om at det uttrykkelig skal angis om selskapet har tilstrekkelig arbeidskapital for de neste 12 månedene. Enkelte selskaper har i løpet av en 12 måneders periode hatt gjentatte emisjoner, og flere selskaper har utfordringer knyttet til finansiering av virksomheten. På denne bakgrunn har børsen hatt særlig oppmerksomhet knyttet til den informasjon som gis om arbeidskapital.

I mange prospekter inntas i tillegg til styrets ansvarserklæring en ansvarsfraskrivelse fra tilrettelegger. Børsen har ved flere anledninger påpekt at det for tilretteleggers vedkommende ikke er anledning til å fraskrive ansvar utover det som følger av norsk rett. Tilrettelegger som er verdipapirforetak er underlagt lovebestemte plikter i forhold til gjennomføringen av emisjoner, herunder plikt til å utføre sine tjenester i samsvar med god forretningsskikk, jfr. vphl § 10-11.

Børsen er i løpet av høsten 2008 blitt kontaktet av Financial Services Authorities i England (FSA) og forespurt om å bidra i tilknytning til en revisjon av CESR anbefalingen<sup>4</sup> hva gjelder informasjonskrav for "Specialist Issuers – mineral companies". De angjeldende punktene i CESR anbefalingen ble i sin til utarbeidet i samarbeid mellom Kredittilsynet og FSA. Børsen har etter avklaring med Kredittilsynet fulgt opp Kredittilsynets rolle i dette arbeidet og har foreløpig hatt flere telefonsamtaler samt et møte med FSA.

#### Obligasjoner

Ettersom markedsaktørene har opparbeidet erfaring med prospektdirektivets regler, går de fleste kontrollprosessene nå relativt smidig. Børsen mottar imidlertid relativt ofte henvendelser vedrørende tolkning av reglene, spesielt om en emisjon omfattes av prospektkravet. Ved nyansettelser i meglerforetakene representerer prospektreglene fortsatt en høy terskel og kontrollprosessen tar i disse tilfellene lenger tid. Trenden om at

<sup>3</sup> CESRs Q&A er tilgjengelig på <http://www.cesr-eu.org/index.php?page=groups&mac=0&id=40>

<sup>4</sup> CESR's recommendation for the consistent implementation of the European Commission's Regulation on Prospectuses no 809/2004, CESR/05-054b paragraphs 131-133.

flertallet av nye lån søkes notert på Oslo ABM ble videreført i 2008 og målt i antall lån er de to markedsplassene nå tilnærmet like.

#### 4 Dispensasjon og bruk av virkemidler

Oslo Børs har løpet av 2008 ikke nedlagt forbud mot at et tilbud gjennomføres iht. vphl. § 7-8 (4), jf. vpf. § 7-3 (2) d) eller pålagt overtredelsesgebyr eller daglig mulkt iht. vpf § 7-3 (2) i).

Børsen praktiserer dispensasjonsreglene strengt og det er således sjelden børsen mottar søknader om unntak. Det er imidlertid ofte dialog i tilknytning til hvilken type informasjon som er nødvendig. I løpet av 2008 har børsen ikke mottatt søknad om unntak fra å innta visse opplysninger i prospekt iht. vphl § 7-16. Det er søkt om unntak etter bestemmelsen i vpf § 7-3 (2) a), hvor det kan gis unntak fra plikten til å utarbeide prospekt, for i alt 33 sertifikatlån. Alle disse søknadene er innvilget. Sertifikater er ikke omfattet av reglene i prospektdirektivet, men er allikevel omfattet av reglene for utarbeidelse av prospekt og med tilhørende dispensasjonsadgang. I slike tilfeller benyttes lånekontrakten som et forenklet prospekt.

For prospekter som er utarbeidet på et annet språk enn norsk, har ikke børsen benyttet adgangen til å kreve at sammendraget oversettes til norsk iht. vpf. § 7-3 (2) (h).

#### 5 CESR

Børsen møter jevnlig i CESR-Prospectus Contact Group som observatør sammen med Kredittilsynet. Drøftelser og retningslinjer fra disse møtene implementeres i børsens rutiner og saksbehandlingssystemer, i tillegg til at spørsmål og svar som er behandlet i CESR-Prospectus Contact Group fremkommer i CESRs Q&A. Utover dette har børsen hatt både muntlig og skriftlig kontakt med Finansinspeksjonen i Sverige og med FSA i England.

#### 6 Avsluttende kommentarer for prospektkontroll

Etter børsens vurdering er markedsaktørene i stor grad vel kjent med de omfattende prospektkrav som trådte i kraft i 2006, dog er det fremdeles mange uløste problemstillinger og behov for avklaringer. Kravet til lik tolkning av informasjonskravene og praktisering av reglene er fremdeles en utfordring for børsen dog i noe mindre utstrekning enn tidligere.

Herværende rapport er styrebehandlet 27. januar 2008.

\*\*\*\*\*

Det følger av verdipapirforskriften § 7-12 at Oslo Børs sammen med den skriftlige redegjørelsen skal avgi en bekreftelse.

For året 2008 bekrefter Oslo Børs at prospektkontrollen utført av Oslo Børs er gjennomført i samsvar med lov, forskrifter og børsens interne retningslinjer og instruksjer.

## 2.2 PROSPEKTREGLER

### 2.2.1 Rettskilder, sjekklister mv

Se <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Prospekt-rettskilder-og-sjekklister>.

## 2.2.2 CESR Frequently asked questions

Se <http://www.cesr-eu.org> samt lenke fra <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Prospekt-rettskilder-og-sjekkklister>.

Oppdatert sist i september 2009.

## 2.3 PROSPEKTPLIKT

### 2.3.1 Vedr. spørsmål om ansvarlig lån/frittstående tegningsretter (e-post av 07.01.2009)

Det vises til redegjørelsen nedenfor og spørsmål om prospektplikt.

I utgangspunktet er ikke et tilbud om å "tegne" andeler i et lån som ikke er omsettelig omfattet av prospektplikten, jfr vphl. § 7-2 og 2-2(2). De frittstående tegningsrettene (FT) er, såfremt de er knyttet til et omsettelig verdipapir, omsettelige og er således i utgangspunktet omfattet av prospektreglene. Som følge av lav tegningskurs vil imidlertid ikke tilbudet av FTer samlet sett overstige beløpsgrensen på EUR 100 000 (det vises til CESRs FAQ pkt 38 hvor det fremkommer at den samlede tegningskursen er avgjørende for beregningen av om terskelverdien er overskredet). Dersom låneandelene og FT må tegnes samlet, kan det imidlertid stilles spørsmål ved om terskelverdiene må beregnes på bakgrunn av tegningsbeløpet for lånet i tillegg til FTene.

Unntakene fra prospektplikt i vphl § 7-2 følger tilsvarende regler i PD art 1 (2) h, dog slik at det i Norge foreligger plikt til å utarbeide nasjonalt prospekt for tilbud mellom 100.000 og 2.500.000. Det følger av CESRs FAQ pkt 26 en tolkning av hvordan beløpsgrensen på 2.500.000 beregnes:

"The Article 1.2 h) exclusion applies separately to offers of different kinds of securities within a 12 month period. Accordingly if in the same 12 month period an issuer offers shares with a total consideration of EUR 2.000.000 and debt with a total consideration of EUR 2.000.000 both offers will fall within the exclusion because they must be considered separately".

CESR agrees with this view and considers that equity securities and debt securities should be considered separately for the calculation of the limit.

Competent authorities have the power to take enforcement actions if they consider that a transaction has been structured to circumvent the provisions of the Directive."

Tilsvarende tolkning må legges til grunn ved beregning av den "norske" beløpsgrensen på 100.000, jfr. Ot prp. Nr. 69 s.33 venstre kolonne.

Avgjørende for om det kan legges til grunn separate beløpsgrenser for FTene og låneandelene vil iht CESRs uttalelse være tilfelle dersom de må anses å være "different kinds of securities". Prospektdirektivet skiller i art 2(1) (b) og (c) mellom "equity securities" og "non-equity securities", og det er naturlig å anse at beløpsgrensen beregnes separat for i alle fall disse to kategorier av verdipapirer.

Det er ikke gitt en nærmere beskrivelse av FTene, utover at de er kan tegnes forholdsmessig i forhold til lånet. Det må antas at det ansvarlig lånet som tilbys aksjonærene ikke er et "equity security", og såfremt FT kan anses som "equity securities", vil i utgangspunktet beløpsgrensen gjelde separat for de to typer verdipapirer.

Etter børsens oppfatning er det naturlig at både beløpsgrensen og øvrige vilkår for prospektplikt vurderes separat for de forskjellige typer verdipapirer. Riktignok er det ingen klar hjemmel, bortsett fra ovennevnte uttalelse og at PD ikke kommer til anvendelse på ikke-omsettelige verdipapirer. Det forhold at to verdipapirer – som separate tilbud ikke er prospektpliktige – kombineres, er etter børsens oppfatning ikke

tilstrekkelig for at det kombinerte produkt blir prospektpliktig. Unntak kan tenkes dersom transaksjonen etter en konkret vurdering er strukturert nettopp for å omgå prospektplikt.

I den grad FTene ville vært prospektpliktige, ville det vært naturlig å inkludere i prospektet også en beskrivelse av låneandelene men da som en følge av FTenes selvstendige prospektplikt.

På denne bakgrunn og forutsatt at vår kategorisering av FTene er korrekt, må tilbudet om å tegne de to forskjellige verdipapirene vurderes separat i forhold til spørsmålet om det foreligger prospektplikt.

### **2.3.2 Listing of new share class on Oslo Børs (e-post av 19.01.2009)**

Based on the information provided by you, the B class shares will - after having been converted into common shares, identical in all respects with the listed shares (after reduction of the listed shares' nominal value) - be listed in accordance with Section 13.4 third subsection of the Continuing Obligations. Before the shares will be admitted to trading, the company must present confirmations in accordance with the wording of the provision. Additionally, the company must publish a prospectus in accordance with Section 8.4 of the Continuing Obligations, cf. Section 11.4 third subsection and Section 13.4 first subsection of the Continuing Obligations.

If the prospectus prepared in connection with the rights offering contains complete information as set out in the relevant annexes to the Prospectus Regulation (in particular Annex III) with regard to both the rights offering and the subsequent listing of the shares on Oslo Børs, no additional prospectus will be required before the shares can be listed - provided that the listing takes place within the 12 month timeframe set out in Section 7-12 of the Securities Trading Act and provided also that any new or amended information is published in supplements until the date of listing in accordance with Section 7-15 of the Securities Trading Act.

### **2.3.3 Prospektplikt – 10-prosentemisjon (e-post av 10.06.2009)**

Det spørsmål som har oppstått er om hvilket tidspunkt prospektplikten oppstår ved en rettet emisjon på over 10 prosent, men der man velger å notere emisjonen "i to bolker", først én på under 10 prosent, og så de resterende aksjene når noteringsprospektet er godkjent.

Jeg forutsetter at selskapet de siste tolv måneder ikke har utstedt aksjer, slik at den første bolken med aksjen ikke innebærer at 10-prosentgrensen overskrides når man beregner over siste tolv månedersperiode.

Jeg går heller ikke inn på de særskilte spm som oppstår knyttet til fordelingen av hvilke investorer som får tilgang til noterte aksjer på hvilke tidspunkter, jf. særlig likebehandlingsregelen.

Kapitalforhøyelsen utløser klart nok prospektplikt. Dette følger både av at transaksjonen må anses som én kapitalforhøyelse, selv om noteringen skjer på to ulike tidspunkter, og dessuten av at tiprosentgrensen skal regnes på tolv månedersbasis.

Spørsmålet er om *på hvilket tidspunkt* prospektplikten oppstår: Ved notering av den først bolken, eller ved notering av den andre. Dersom prospektplikt oppstår allerede ved notering av den første bolken, kan ingen av aksjene i kapitalforhøyelsen tas opp til notering før prospektet er offentliggjort.

Etter ordlyden i vphl. § 7-5 nr. 1 er det unntak fra prospektplikten dersom "antall aksjer som utstedes i forbindelse med kapitalforhøyelsen utgjør mindre enn 10 prosent av antall aksjer i samme klasse...". PD er ikke like tydelig på dette: "...shares representing ... less than 10 per cent of the number of shares of the same class..."

Prospektplikten oppstår iht. vphl. § 7-19 "når ... notering foretas". I PD art. 14(1) er dette formulert på følgende måte: "at the admission to trading of the securities involved".

Bestemmelsene gir ikke noe klart svar på spørsmålet. Meg bekjent er spørsmålet heller ikke drøftet i supplerende rettskilder.

Svaret er heller ikke opplagt ut fra en realitetsbetraktning. Et sentralt hensyn bak noteringsprospektplikten er at utligning av den informasjon tegnerne i den rettede emisjon presumptivt har fått tilgang til. Vi har akseptert at tegnerne i den rettede emisjonen får oppgjør i form av lånte aksjer umiddelbart etter emisjonen, og således før noteringsprospektet blir offentliggjort. Realiteten for tegnerne i den rettede emisjonen og investorer i annenhåndsmarkedet blir vel stort sett den samme ved lånemodellen som ved en oppsplitting som beskrevet.

Samlet sett synes det ikke å foreligge noe godt grunnlag for å nekte opptak til notering av aksjene i den første bolken før prospektet er godkjent.

#### **2.3.4 Vedrørende prospektplikt – unntak mv. (e-post av 23.06.2009)**

##### Spørsmål:

I forskriftens § 7-1 defineres profesjonelle investorer. Denne definisjonen avviker fra definisjonen ihht MiFID-regelverket. Kan dere bekrefte at det for prospektplikt er denne definisjonen som følges?

##### Svar:

Ja, det kan bekreftes.

##### Spørsmål:

Et annet unntak for prospektplikt er relatert til tilbudets omfang og størrelse. Gjelder grensen for tilbud til færre enn 100 pers og minstetegning over 50.000, eller holder det med at ett av disse kriteriene er oppfylt?

##### Svar:

Prospektplikten gjelder i utgangspunktet for tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer til 100 eller flere personer og som gjelder et beløp på 100.000 EUR (registreringsprospekt)/2.500.000 EUR (EØS-prospekt) eller mer, beregnet over en periode på 12 måneder, jf vphl §§ 7-2 og 7-7. Det vil si at dersom tilbudet rettes til færre enn 100 personer vil det ikke være prospektplikt. Minner dog om prospektplikt knyttet til opptak til notering på børs jf vphl § 7-3 uansett vil kunne være aktuelt. Det er videre unntak fra prospektplikten for tilbud hvor verdipapirene legges ut i enkeltstørrelser med pålydende eller krav på vederlag på minst 50.000 EUR jf vphl § 7-4 (10). Vi gjør oppmerksom på at dette unntaket ikke gjelder for prospektplikt knyttet til opptak til notering (på børs), jf vphl §§ 7-3 og 7-5.

##### Spørsmål:

Vedr privatpersoner som profesjonelle investorer. Er det fortsatt mulig å registrere seg hos dere i et register, og hva er pt gjeldende vurdering av "betydelig størrelse" ift § 7-1, 3.a?

##### Svar:

Vphf. § 7-1 er en videreføring av den tidligere forskriften om unntak fra prospektplikt. Vi har ikke tidligere uttalt oss om forståelsen av begrepet "verdipapirtransaksjoner av betydelig størrelse". Jeg antar at grunnen til at spørsmålet ikke har kommet på spissen tidligere, er at unntaket for investeringsselskaper normalt har vært ansett tilstrekkelig (alle benytter investeringsselskaper pga. skattehensyn). Jeg forslår at du kan melde tilbake følgende:

Når det gjelder forståelsen av vphf. § 7-1 (3) bokstav a) og mer spesifikt uttrykket "verdipapirtransaksjoner av betydelig størrelse" er det få føringer utover bestemmelsens ordlyd og formål. Børsen har ikke tidligere tatt uttrykkelig stilling til innholdet av bestemmelsen. Børsen viser til at ordlyden – "profesjonell" og "betydelig størrelse" samt formålet med prospektreglene som er investorbeskyttelse, tilsier en streng fortolkning av adgangen til å gjøre unntak. Det kreves altså en god del for å bli registrert som

profesjonell investor etter prospektreglene. Videre må det sees hen til en de konkrete omstendigheter. Børsen vil ta stilling til de konkrete anmodninger om registrering som profesjonell investor som skulle oppstå.

Nærmere om vurderingen.

Begrepet "betydelig størrelse", som benyttes i vphf. § 7-1 om fysiske personers rett til å bli registrert som profesjonelle investorer i prospektøyemed, gjenfinnes i vphl. § 10-4 om verdipapirforetaks klassifisering av kunder. Bestemmelsene bygger på hhv. prospektdirektivet art. 2 nr. 2 og MiFID Annex II. Forskrifts- og direktivbestemmelsene har i stor grad sammenfallende ordlyd, med visse nyanser. Bestemmelsene skal imidlertid ivareta kun delvis samme formål. Jeg har heller ikke funnet uttalelser i direktivenes fortale eller forarbeidene til verdipapirforskriften som tyder på at bestemmelsene har identisk innhold. Kredittilsynet bekrefter at man ved utarbeidelsen til verdipapirforskriften ikke så hen til prospektunntaksforskriften (nr. 1424 fra 2005), som er videreført i vphf. § 7-1. Verken CESRs QA for prospektreglene eller Kommisjonens QA for MiFID behandler problemstillingen.

Børsen har for øvrig uttalt følgende i Vedtak og uttalelser 2006 pkt. 2.3.11 (men som ikke er relevant for vår sak):

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 investeringsselskaper 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 effektuerer 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.

Spørsmål:

Gitt at et tilbud er unntatt fra prospektplikt, hvilke krav stilles da til informasjonen som gis til potensielle investorer? Hvor finner vi innholdskriteriene for nasjonalt prospekt?

Svar:

Innholds krav for registreringsprospekt av verdipapirforskriften § 7-14.

### **2.3.5 Vedrørende krav ifm utarbeidelse av "dokument tilsvarende sammendrag i prospekt" ifm overføring av notering fra børs til Axess (e-post av 27.11.2009)**

Jeg viser til Oslo Børs sitt vedtak om å overføre Nexus Floating Production Ltd. til notering på Oslo Axess. Selskapet er i denne forbindelse pålagt å offentliggjøre "et dokument tilsvarende sammendrag i prospekt" (jf verdipapirforskriften § 7-2 jf verdipapirhandelloven § 7-5 første ledd nr.11) før første noteringsdag på Oslo Axess den 22. desember.

Under gårtdagens samtale ble vi enige om at jeg skulle sende deg en rettledning ift hvilke formelle krav som gjelder for et slikt dokument, samt noe informasjon ift



prosessen og krav til offentliggjøring. Børsen legger følgende til grunn ift utarbeidelse og offentliggjøring:

Innholdskrav/form:

I følge verdipapirforskriften § 7-2 første ledd (g) skal dokumentet inneholde følgende: *"sammendraget som nevnt i bokstav e har et innhold som er i samsvar med direktivets artikkel 5 nr. 2. I sammendraget skal det opplyses hvor det nyeste prospekt er tilgjengelig, og hvor finansiell informasjon utstederen offentliggjør i henhold til bestemmelser om løpende forpliktelser er tilgjengelig."*

Etter børsens syn betyr det at selskapet må innta følgende i dokumentet:

1. Innholdskravene oppfylles ved å følge sjekklisten for sammendrag til prospekt (se vedlegg side 35-38). Videre antar vi at det kan være hensiktsmessig å ta utgangspunkt i sammendraget til siste prospekt som Nexus har offentliggjort, dog kanskje med noe mer utfyllende informasjon.
2. Det må i dokumentet opplyses hvor "det nyeste prospekt er tilgjengelig" (altså til siste EØS prospekt offentliggjort av Nexus). Antar dette er prospekt datert 5. juli 2007, som jeg ser er tilgjengelig på selskapets hjemmeside;  
[http://www.nexusfp.no/upload/Prospekt%20info/NX%20Ltd%20-%2020070706%20-%20Nexus\\_prospekt\\_endelig%20internett.pdf](http://www.nexusfp.no/upload/Prospekt%20info/NX%20Ltd%20-%2020070706%20-%20Nexus_prospekt_endelig%20internett.pdf)).
3. Det må opplyses hvor "finansiell informasjon utstederen offentliggjør i henhold til bestemmelser om løpende forpliktelser er tilgjengelig". Antar at det her kan vises til selskapets hjemmeside;  
[http://www.nexusfp.no/nexusweb/templates/Level2Page\\_185.aspx](http://www.nexusfp.no/nexusweb/templates/Level2Page_185.aspx)
4. Termen "Prospectus"/"prospekt" må ikke benyttes (jf at dette er et dokument tilsvarende sammendrag i prospekt). Dokumentet kan benevnes "Information memorandum" el).
5. Det må fremkomme at dokumentet er utarbeidet på bakgrunn av den kommende overføringen til notering på Oslo Axess, herunder referere til verdipapirforskriften § 7-2 jf verdipapirhandelloven § 7-5 første ledd nr.11.
6. Dokumentet må inneholde en ansvarserklæring. Det forutsettes at denne baseres på ordlyden som følger av Annex I/III pkt 1.2 med unntak av at termen prospekt/ registreingsdokument må endres i tråd med benevning av dokumentet. Det må oversendes en signert versjon av denne styreerklæringen til børsen før dokumentet offentliggjøres, hvor samtlige styremedlemmer har signert. ("A declaration by those responsible for the [benevning dokument] that, having taken all reasonable care to ensure that such is the case the information contained in the [benevning dokument] is, to the best of their knowledge, in accordance with the facts and contains no omission likely to affect its import.")

Krav til offentliggjøring:

7. Dokumentet må offentliggjøres i tråd med verdipapirhandelloven § 7-19 (jf verdipapirforskriften § 7-2 første ledd (f):  
Det vil si dokumentet må offentliggjøres før 22. desember (og børsens kontroll må følgelig være ferdigstilt innen dette tidspunkt);

Prospekt kan offentliggjøres ved:

1. innrykkes i minst én riksdekkende avis, (Kommentar: Det antas lite relevant å innta hele prospektet i en avis da det blir en meget kostbar affære. Må ikke forveksles med krav til annonsering).
2. stilles vederlagsfritt til disposisjon for allmennheten på tilbyderens forretningskontor eller på markedsplassens forretningskontor og hos verdipapirforetak som plasserer tilbudet,
3. gjøres tilgjengelig elektronisk på tilbyderens eller markedsplassens hjemmeside og på hjemmesiden til eventuelle verdipapirforetak som plasserer tilbudet, eller
4. gjøres tilgjengelig på prospektmyndighetens hjemmeside.

Ved offentliggjøring etter annet ledd nr. 2 til 4, skal det opplyses i en riksdekkende avis hvor prospektet er tilgjengelig

Rent praktisk antar vi det mest hensiktsmessig at dere legger ut dokumentet på Nexus sin hjemmeside og sender en børsmelding hvor det vises til selskapets hjemmeside hvor dokumentet kan innhentes (html link). I tillegg kan dere vurdere om selve dokumentet også skal vedlegges børsmeldingen. Merk også at dere er forpliktet til å annonsere dokumentet i en riksdekkende avis.

For å unngå misforståelser bes det om at selskapet sammen med oversendelse av første utkast til dokument redegjør for hvorledes man velger å offentliggjøre og annonsere dokumentet.

Prosess:

11. Sjekklisten det er referert til under "innholdskrav" (pkt 1) må oversendes i utfylt stand sammen med første utkast til dokument.
12. Dokumentet må oversendes Oslo Børs i god tid slik at vi kan kontrollere innholdet. Dersom det sendes inn 14 dager før offentliggjøringsfristen, bør dette være helt uproblematisk. Ved en senere innsendelse bes det om at dette avklares direkte med undertegnede. [...].
13. Språk: Det antas hensiktsmessig at dokumentet utarbeides på engelsk da selskapet rapporterer informasjonspliktige opplysninger på engelsk. (Formelt kan dog enten norsk, engelsk, dansk eller svensk benyttes (jf verdipapirforskriften § 7-2 første ledd (e) jf verdipapirhandelloven § 7-17.)

## **2.4 PROSPEKTERS INNHOLD OG FORM**

### **2.4.1 Kombinasjonen av språk i prospekt og informasjonsdokument (børssirkulære 2/2009)**

Se <http://www.oslobors.no/index.php/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer>

## **3. OPPTAK TIL BØRSNOTERING**

### **3.1 NYE SELSKAPER I 2009**

Selskaper som har søkt om notering og er vedtatt tatt opp i 2009:

Navn	Marked	Styremøte/ vedtaks dato
Polarcus	Oslo Axess	28.09.2009
Golar LNG Energy Limited	Oslo Axess	30.09.2009
Flex LNG Ltd.	Oslo Axess	28.10.2009

### 3.2 NYE BØRSREGLER MV.

#### 3.2.1 Endringer i regler for "Børsnoterte råvarer (ETC-er) (Opptaksregler og løpende forpliktelser)" (børssirkulære 1/2009)

Se <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer>

#### 3.2.2 Endring av ETF-reglene - børsnotering av aktivt forvaltede fond (børssirkulære 3/2009)

Se <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer>

#### 3.2.3 Nye derivatregler (børssirkulære 6/2009)

Se <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer>

### 3.3 OPPTAKSPRAKSIS

#### 3.3.1 Samarbeidsavtale med Singapore-børsen

Felles pressemelding fra Oslo Børs og Singaporebørsen (08.07.2009)

Oslo Børs og Singapore Exchange (SGX) undertegner i dag en samarbeidsavtale om å legge til rette for sekundærnotering av selskaper på hverandres børser.

#### Tilbyr dobbeltnotering for å styrke kapitalmarkedene i Singapore og Norge

Oslo Børs og Singapore Exchange (SGX) undertegner i dag en samarbeidsavtale om å legge til rette for sekundærnotering av selskaper på hverandres børser.

Denne samarbeidsavtalen markerer det første formelle samarbeidet mellom de to børsene, og representerer samtidig det første noteringssamarbeidet med sektorfokus mellom Singapore og Norge.

SGX og Oslo Børs ønsker å muliggjøre og forenkle notering gjennom felles noteringsregler og noteringsprosesser. Begge børser vil dessuten tilrettelegge for registrering og oppgjør i aksjer som handles gjennom slik notering. Samarbeidet vil starte med selskaper innen sektorene energi, offshore og shipping, som er definert som sterke sektorer både ved SGX og Oslo Børs. Når selskaper utvider sine aktiviteter til Norge eller Singapore, vil et felles regelverk tillate diversifisering av selskapenes aksjonærbase, styrke profilen og innebære at selskapene får et nytt marked å hente kapital i.

SGX og Oslo Børs vil i tillegg samarbeide om felles markedsføring - deriblant arrangere seminarer de kommende månedene for å profilere det begge har definert som sterke sektorer. Begge børser ønsker å videreutvikle det samarbeidet som nå etableres ved å identifisere potensielle nye sektorer, samt oppdatere hverandre på regelverk og kontrollspørsmål i tillegg til eierstyring og selskapsledelse.

- Jeg gratulerer SGX og Oslo Børs med signeringen av avtalen. Dette vil gjøre begge børser enda mer attraktive for notering av selskaper innen shipping, offshore og energi, men også selskaper innen andre sektorer. Det vil også styrke Singapore og Norges

posisjon som maritime og finansielle sentre. Samarbeidet vil dessuten styrke Singapore's arbeid for å posisjonere seg som et ledende, maritimt midtpunkt i Asia, sier Minister Lim Hwee Hua ved statsministerens kontor i Singapore.

- Vi er veldig fornøyde med å kunne samarbeide med Oslo Børs. Dette samarbeidet kompletterer vår asiatiske strategi. Asiatiske og europeiske selskaper innen energi, offshore og shipping vil bli mer profilerte og blir eksponert for en større investormasse, samtidig som investorer i begge markeder vil få nye investeringsmuligheter, sier Mr Hsieh Fu Hua, CEO på SGX.

- Et samarbeid mellom SGX og Oslo Børs underbygger det faktum at både Singapore og Norge har lange, og langt på vei, like tradisjoner med tanke på shipping og energirelaterte sektorer. På Oslo Børs er vi stolte av å inngå dette spennende samarbeidet, og har forventninger på vegne av de selskaper som velger å notere sine aksjer i begge markeder, sier børsdirektør på Oslo Børs, Bente A. Landsnes.

Samarbeidsavtalen signeres av de to børslederne på en seremoni i Singapore 8. juli 2009 kl. 11.30 norsk tid, og overværes av Mrs Lim Hwee Hua, Minister ved Statsministerens kontor/viseminister for Finans og Transport i Singapore. I tillegg vil Norges ambassadør i Singapore, Janne Julsrud og Mr J. Y. Pillay, styreleder ved SGX være til stede.

For ytterligere informasjon:

Magdalyn Liew, Assistant Vice President Corporate Communications SGX, Tel: +65 6236 8157, Fax: +65 6557 2651 og E-post: magdalynliew@sgx.com

Tor Arne Olsen, pressetalsmann Oslo Børs, Tel: +47 22 34 17 46 / +47 900 90 470 og E-post: tao@oslobors.no

Singapore Exchange Limited (SGX)

SGX ble innviet 1. desember 1999 etter fusjon mellom The Stock Exchange of Singapore (SES) og The Singapore International Monetary Exchange (SIMEX). SGX er Asia-Pacific's første felles og integrerte verdipapir- og derivatbørs. SGX er notert på sin egen børs.

SGX's aksje inngår i referanseindekser, som MSCI Singapore's Free Index og Straits Times Index (STI).

SGX har som mål å tilby en omfattende og effektivt markedsplass for å hente kapital, risikooverdragelse, handel og oppgjør. SGX administrerer også handel og oppgjør for råvareinstrumenter og diverse OTC-derivater. Gjennom strategiske allianser og partnerskap med andre børser rundt om i verden er SGX godt posisjonert som en inngangsport til Asia.

For mer informasjon, se [www.sgx.com](http://www.sgx.com)

Oslo Børs

Oslo Børs ASA ble grunnlagt i 1819 og opererer i dag de eneste regulerte verdipapirmarkedene i Norge. På markedsplassen Oslo Børs knyttes lokale og internasjonale investorer effektivt sammen med børsnoterte utstedere i et stadig økende tempo. Investorbeskyttelse og overvåking av markedsadferd kombinert med attraktive verdipapirer utgjør kjernen i vårt ønske om å tilby våre brukere en førsteklasses arena for denne type virksomhet. Oslo Børs tilbyr handel i egenkapitalinstrumenter, fond, derivater og renteprodukter.

For mer informasjon, se [www.oslobors.no](http://www.oslobors.no)

### 3.3.2 Notering av konvertibelt lån (e-post av 25.05.2009)

#### Spørsmål:

Vi viser til samtale mandag vedrørende egnethet for notering av et mulig konvertibelt lån.

Som nevnt i samtalen vurderer et selskap notert på Oslo Børs å vedta en emisjon. Men siden pålydende på aksjene er vesentlig høyere enn børskursen, er det ikke mulig å gjennomføre emisjonen uten at pålydende reduseres ved en kapitalnedsettelse. En slik nedsettelse kan ikke tre i kraft før utløpet av et kreditorvarsel på to måneder. Vilklårene for ikrafttredelse uten kreditorvarsel etter allmennaksjeloven § 12-5 vil ikke være oppfylt.

I dagens marked er det vanskelig å plassere en emisjon der investorene må vente over to måneder før aksjene blir levert. Som et alternativ vurderer selskapet å utstede et konvertibelt lån der:

- Investorer gis et sterkt incentiv til å konvertere lånet kort tid etter at pålydende er redusert, for eksempel ved at konverteringskursen deretter økes betydelig, at nedbetalingsplanen og rentevilkårene for hovedstolen blir dårligere enn det som anses markedsmessig, eller tilsvarende. I lys av at det er usikkert etter norsk rett om man aksjerettslig kan pålegge en obligasjonseier konverteringsplikt, vil ikke låneavtalen inneholde bestemmelser om pliktig konvertering, men vilklårene vil være slik at de i praksis innebærer at alle obligasjonseiere vil være tjent med å konvertere umiddelbart når pålydende er redusert.
- Investorene kan kreve full innfrielse av lånet pluss renter dersom pålydende ikke blir redusert innen en nærmere angitt frist. Det er mulig lånet vil stå på en sperret konto som sikkerhet for et slikt krav om full innfrielse.

Selskapet ønsker at dette lånet noteres på Oslo Børs. Blant som følge av det er høy omsetning i selskapets aksjer, antar selskapet at lånet vil bli gjenstand for regelmessig omsetning og ha allmenn interesse. Også de øvrige opptaksvilkårene i obligasjonsreglene vil etter vårt syn kunne oppfylles.

Før selskapet starter arbeidet med et mulig lån på de ovennevnte vilklårene, ønsker vi om mulig børsens syn på om et slikt lån vil kunne noteres.

Ta gjerne kontakt pr. telefon eller epost dersom dere trenger ytterligere opplysninger eller har kommentarer.

#### Børsens svar:

Basert på den beskrivelse du har gitt av lånene i din e-post, kan vi ikke se at det skulle være noe i veien for å ta disse opp til notering på Oslo Børs. Dette forutsetter at lånene utstedes i samsvar med allmennaksjelovens regler, at det utarbeides nødvendig prospekt og at lånene for øvrig utformes slik at de oppfyller opptaksreglenes krav. Bl.a. må beskrivelsen av de betingelser som gjelder i lånets løpetid være god nok og etterprøvable. For ordens skyld presiseres at konvertibler ikke kan tas opp til notering på Oslo ABM.

### 3.3.3 Fastsettelse av hjemstat etter Transparency-direktivet - depotbevis (brev av 23.09.2009 til Kredittilsynet)

Det vises til samtale i forrige uke vedrørende spørsmål om hjemstat for selskapet Seabird Exploration Ltd.

Bakgrunnen for saken er at Seabird Exploration Limited, som er notert på Oslo Børs, er i ferd med å endre domisil (registrert forretningskontor) fra British Virgin Island til Kypros. I den forbindelse har børsen lagt til grunn at selskapet vil få Kypros som hjemstat, jf. vphl. 5-4 (2) og Transparency-direktivet art. 2.1 (i)(i) og art. 2.1 (d). Børsen har overfor selskapet uttalt at denne forståelsen følger av Transparency-direktivet, jf. vedlagte brev

datert 8. september 2009 til advokat Aanmoen hos Schjødt. Selskapet har for øvrig hatt Norge som hjemstat så lenge selskapet har hatt domisil på British Virgin Island.

Etter hva børsen har fått opplyst fra selskapet, er børsens brev forelagt kypriotiske tilsynsmyndigheter (CYSEC) som er av den oppfatning at selskapet fremdeles vil ha Norge som hjemstat, også etter flytting av forretningskontor til Kypros.

Det er verdt å merke seg at selskapet vil ha notert depotbevis på Oslo Børs, ikke aksjer. Depotbevis utstedes av selskapets kontofører. Etter børsens vurdering vil dette imidlertid ikke få noen betydning for hjemstatsspørsmålet. Det vises her til art. 2.1 (d) og CESRs QA, fotnote til item 39, hvor det fremgår at utsteder av aksjene skal anses som utsteder av depotbevisene.

Både selskapet og børsen har behov for avklaring på spørsmålet om hjemstat. Saken oversendes derfor til Kredittilsynet som rette instans for vurdering spørsmål om hjemstat etter Transparency-direktivet. Børsen anmoder om at Kredittilsynet søker å avklare spørsmålet med kypriotiske myndigheter.

Oslo Børs har også tidligere påpekt at kypriotisk lovgivning ikke har vært i samsvar med EU-reglene. Til orientering vedlegges kopi av brev fra det kypriotiske Finansdepartementet som avsluttet den aktuelle saken.

Vedlegg (brev av 08.09.2009 til selskapets advokat)

Reference is made to your email of 3. September 2009 attached a memorandum from Montanios & Montanios implying that Cyprus will not be home member state for Seabird Exploration Limited upon re-domiciliation to Cyprus.

Although Oslo Børs (Oslo Stock Exchange) cannot comment on the interpretation of Cyprus law expressed in the memorandum, Oslo Børs is of the view that the position taken is not in line with the Transparency Directive 2004/109/EC art. 2.1 (i)(i), cf. 2.1 (d).

According to art. 2.1 (i)(i) "home Member State" means [...] in case of [...] an issuer of shares [...] where the issuer is incorporated in the Community, the Member State in which it has its registered office". Applied on companies incorporated in Cyprus issuing plain shares listed on a regulated market in another member state, Cyprus is the home member state. This interpretation does not seem to be in conflict with the memorandum.

Furthermore, the term "depository receipts" is defined in art. 2.1 (d) which reads:

*"issuer" means a legal entity governed by private or public law [...] whose securities are admitted to trading on a regulated market, the issuer being, in the case of depository receipts representing securities, the issuer of the securities represented."*

This provision expressly states that, in relation to interpretation of the Transparency directive, depository receipts shall be regarded as issued by the issuer of the shares. Read together with art. 2.1 (i)(i) it seems obvious that depository receipts shall be treated equally with shares when determining home member state pursuant to the Transparency directive. CESR (The Committee of European Securities Regulators) in its QA regarding Prospectuses (cf. CESR/09-103) expresses the same view in the footnote to item 39.

With regards to Seabird Exploration Limited, Oslo Børs intends to apply the abovementioned interpretation of the Transparency directive upon re-domiciliation of the company to Cyprus.

### **3.3.4 Omsetningsperiode for handel med tegningsrettigheter (brev av 05.10.2009)**

Det vises til Deres brev vedrørende ovennevnte datert 30. september 2009, samt telefonsamtaler.

Det er i brevet opplyst at tegningsperioden i den planlagte fortrinnsrettsemisjon i DnB NOR ASA (DnB NOR) vil være på 15 dager (tentativt 26. november til 10. desember 2009), mens omsetningsperioden for fortrinnsrettene etter planen skal være 12 dager (tentativt 26. november til 7. desember 2009). Med et slikt opplegg vil betaling for aksjene tidligst kunne skje 17. desember 2009, og utstedelse av de nye aksjene (og notering) finne sted 21. desember 2009.

Bakgrunnen for å avslutte omsetningsperioden for fortrinnsrettene tre handelsdager før avslutningen av tegningsperioden er etter det opplyste at tidspunktet for betaling for tegnede aksjer ut fra hensynet til effektivt oppgjør bør være så langt i forkant av romjulen som mulig. Tegnerne i emisjonen antas også å forvente at det vil være mulig å handle de nye aksjene i minimum tre handelsdager før årets siste handelsdag.

Dersom fortrinnsrettene skal kunne handles i hele tegningsperioden vil det - slik vi forstår det - ta tre handelsdager fra avslutningen av tegningsperioden før tildeling kan gjennomføres, og ovennevnte tidsplan for betaling og utstedelse vil således bli forskjøvet med tre handelsdager.

Det påpekes i brevet at en omsetningsperiode på 12 dager fullt ut skulle ivareta investorenes interesser i å få omsatt tegningsrettene på en betryggende måte, samt at en løsning som skissert forventes av internasjonale investorer og ble benyttet blant annet i fortrinnsrettsemisjonene i Skandinaviska Enskilda Banken AB og Nordea AB (publ) tidligere i år.

Det fremkommer av Opptaksregler for aksjer på Oslo Børs (opptaksreglene) pkt. 8.2 første ledd at fortrinnsretter til tegning av aksjer skal tas opp til børsnotering med mindre børsen finner at de ikke er egnet for dette. Børsen fastsetter i hvilken tidsperiode tegningsrettene skal være gjenstand for børsnotering, jf. opptaksreglene pkt. 8.3 tredje ledd.

Oslo Børs påpeker at det vil kunne ha stor verdi for innehaverne av fortrinnsretter å kunne omsette disse gjennom hele tegningsperioden, jf. eksempelvis i forbindelse med store kursbevegelser i aksjen mot slutten av perioden. Børsen har således i tidligere saker lagt til grunn at hensynet til at en investor skal kunne handle fortrinnsrettene i hele tegningsperioden er et tungtveiende moment i vurderingen av hvor lenge fortrinnsrettene skal være notert, og må veies mot hensynet til å få gjennomført oppgjør noen dager raskere. Etter de konkrete omstendigheter har børsen imidlertid tillatt at børsnotering av fortrinnsretter opphører noen dager før tegningsperioden avsluttes, jf. eksempelvis fortrinnsrettsemisjonen i SAS AB våren 2009. Relevante argumenter i så måte er at en slik fremgangsmåte er vanlig i annet marked der selskapets aksjer er notert, og investorenes behov for rask tilgang til tegnede aksjer.

I den foreliggende sak er det vist til forventningen fra internasjonale investorer. En forskyvning av oppgjørsperioden med tre handelsdager i forhold til den skisserte tidsplan vil dessuten etter det vi forstår innebære en risiko for at de nyutstedte aksjene ikke blir omsettbare før jul.

De har pr. telefon opplyst at det tentative tidspunkt for tegningsperioden er fastsatt blant annet under hensyn til den tid som vil gå på å forankre statens stemmegivning på generalforsamlingen i Stortinget, og at det neppe vil være mulig å foreta en fremskyndelse av tegningsperioden.

Basert på de fremlagte opplysninger og etter en samlet vurdering av de ovennevnte hensyn har Oslo Børs kommet til at børsnoteringen av fortrinnsrettene i den aktuelle fortrinnsrettsemisjon i DnB NOR ASA kan avsluttes tre dager før tegningsperiodens utløp.

### **3.3.5 Aktivt forvaltede fond (telefonkonferanse 26.10.2009)**

Jeg viser til samtale i dag hvor du stiller 2 spørsmål om aktivt forvaltede ETF-er:

Fondet er i dag ikke VPS-registrert, og DnBNOR fører andelseierregisteret selv, jf. vpfl. 6-4. Spørsmålet er om registrering i VPS av kun de andeler som handles over børs er i overensstemmelse med kravet i ETF reglene pkt. 2.2.2 som lyder:

#### **2.2.2 Registrering i verdipapirregister**

Fondsandelene skal være registrert i et verdipapirregister med tillatelse etter verdipapirregisterloven § 3-1. Fondsandelene kan registreres i annet verdipapirregister dersom det godtgjøres at verdipapiroppkjøret kan håndteres av investorene og børsmedlemmene.

Kravet om VPS-registrering er begrunnet i oppgjørstekniske hensyn, og det er dermed ikke avgjørende for markedet eller børsen hvorvidt øvrige andeler er VPS registrert. Børsen har tidligere lagt til grunn at deler av et fond noteres (dette fondet var VPS-registrert i sin helhet). Det bekreftes at børsen anser delregistrering i VPS for å være i overensstemmelse med ovennevnte bestemmelse, forutsatt at VPS-registrering gjelder samtlige andeler som noteres.

Det er videre stilt spørsmål om dual listing i Oslo og Luxemburg, med andeler registrert i hhv. VPS, utenlandsk register og internt andelseierregister fordelt etter noteringssted og unoterte vil kunne være i overensstemmelse med nevnte pkt. 2.2.2. Børsen bekrefter dette. Børsen presiserer at det ikke gjelder noe hjemstat-/vertsstatstilfelle slik at fulle utstederforpliktelser ved noteringen ved Oslo Børs gjelder også ved dual listing, herunder Informasjonsplikter. Selv om det ikke ennå er konkludert på dette punktet, informeres det om at børsen vil kunne ha behov for å inngå en avtale med utsteder for å understreke denne forpliktelsen. Dette kreves ved dual-listing for aksjeselskaper.

## **4. STRYKNING/SUSPENSJON**

### **4.1 SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING I 2009**

<b>Navn</b>	<b>Styremøte/ vedtaks dato</b>
Fosen ASA	08.01.2009
Odfjell Invest Ltd.	05.02.2009
STX Europe ASA	09.02.2009
Wavefield Inseis ASA	12.02.2009
IGE Nordic AB	16.02.2009
Software Innovation ASA	30.03.2009
Exense ASA	20.04.2009
PetroProd Ltd	27.04.2009
Tandberg Storage ASA	04.05.2009
Tandberg Data ASA	04.05.2009
Grégoire ASA	07.05.2009
Roxar ASA	14.05.2009
Ability Drilling ASA	05.06.2009
Stavanger Aftenblad ASA	26.06.2009
Luxo ASA	30.06.2009
BW Gas Limited	30.06.2009
Scan Geophysical ASA	07.07.2009
Wega Mining ASA	13.07.2009
Synnøve Finden ASA	17.08.2009
Scandinavian Clinical Nutrition i Sverige AB	17.08.2009



<b>Navn</b>	<b>Styremøte/ vedtaks dato</b>
CanArgo Energy Corporation	27.08.2009
Otrum ASA	23.09.2009
Norman ASA	30.09.2009
InvivoSense ASA	16.11.2009
Etman International ASA	01.12.2009
Stepstone ASA	16.12.2009
Powel ASA	22.11.2009
Petromena ASA	04.01.2009

## **4.2 STRYKNINGSSAKER**

### **4.2.1 Namsos Trafikkselskap ASA – klage over Oslo Børs ASA's vedtak om avslag på søknad om strykning (Børsklagenemndens avgjørelse av 17.09.2009)**

Avgjørelse av 17. september 2009 av klage fra Namsos Trafikkselskap ASA over Oslo Børs ASA's vedtak 17. juni 2009 om avslag på søknad om strykning av selskapets aksjer fra notering på Oslo Børs.

#### 1 Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Saken gjelder spørsmål om strykning av aksjer fra notering på Oslo Børs, jf. børsloven § 25 første ledd.

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

*"Søknad fra Namsos Trafikkselskap ASA av 5. mai 2009 om strykning av selskapets aksjer fra notering på Oslo Børs avslås.*

*Vedtaket kan påklages til børsklagenemnden etter reglene i børsforskriften kap 8. Klagefristen er to uker".*

Vedtaket ble påklaget 1. juli 2009 av Namsos Trafikkselskap ASA (Namsos Trafikkselskap, klager, selskapet) v/advokat Brynjulf Moe i advokatfirmaet Schjødt. I klagen kreves det at børsstyrets vedtak omgjøres. Det er redegjort nærmere for klagen nedenfor under punkt 6.

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

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

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

#### 2 Kort om selskapet

Namsos Trafikkselskap har drevet transportvirksomhet siden 1879. Selskapet driver godstransport og ambulansedrift gjennom heleide datterselskaper. I tillegg har selskapet betydelige eierandeler i kollektivtransport på sjø, samt i eiendom og brønnbåtvirksomhet.

Selskapets markedsverdi basert på omsetningskurser var ca 66 millioner NOK i juni 2009.

### 3 Sakens bakgrunn

På ordinær generalforsamling i Namsos Trafikkselskap 29. april 2009 ble det vedtatt å slette bestemmelsen i vedtektene om at selskapet skal være notert på Oslo Børs. Det fremgår av innkallingen til generalforsamlingen og protokollen fra generalforsamlingen at forslaget innebærer at selskapet skal avnoteres fra Oslo Børs.

Vedtaket om strykning ble gjort med 161 582 stemmer (72,1 prosent) for og 61 969 stemmer (27,7 prosent) mot. 186 av selskapets 1167 aksjonærer møtte på generalforsamlingen. Av de fremmøtte aksjonærene stemte 141 for vedtektsendring, mens 45 stemte mot.

Under henvisning til vedtaket i generalforsamlingen søkte selskapet i brev 5. mai 2009 om strykning av selskapets aksjer fra Oslo Børs.

I etterfølgende korrespondanse med børsen opplyste Namsos Trafikkselskap at selskapet ikke tilfredsstillter opptaksreglenes krav om minimum 500 børsposteiere. Selskapet har totalt 1167 aksjonærer, men kun 465 børsposteiere. Selskapet opplyste også at i henhold til selskapets vedtekter, kan ingen aksjonær stemme for mer enn 0,5 prosent av de stemmeberettigede aksjene i selskapet eller for mer enn 1 prosent av stemmene representert på generalforsamlingen. Selskapet viste videre blant annet til at selskapets styre har besluttet å søke om notering på Fondsmeglerforbundets OTC-liste.

I vedtak 17. juni 2009 avsto børsstyret søknaden om strykning. Det er redegjort nærmere for vedtaket nedenfor under punkt 5, og det vises til fremstillingen der.

Selskapet påklaget vedtaket 1. juli 2009. Det er nærmere redegjort for klagen nedenfor under punkt 6.

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

### 4 Rettslig grunnlag

Børsloven § 25 inneholder regler om strykning av finansielle instrumenter. Bestemmelsens første ledd lyder:

*"Regulert marked kan suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis det ikke lenger tilfredsstillter det regulerte markedets vilkår eller regler eller særlige grunner for øvrig tilsier det. Regulert marked kan likevel ikke suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon".*

Bestemmelsen er også tatt inn i børsens løpende forpliktelser pkt. 15.1 første ledd.

I børsens løpende forpliktelser pkt. 15.1 fjerde ledd fremgår følgende:

*"Selskapet kan søke børsen om at dets aksjer blir strøket fra kursnoteringen hvis generalforsamlingen har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer. Børsen treffer vedtak om eventuell strykning".*

### 5 Børsens vedtak

I vedtak 17. juni 2009 viser børsstyret til at det i børsens praksis fra før børsloven 2007 ble lagt til grunn at en søknad om strykning ikke automatisk ble innvilget, men at det

måtte foretas en avveining av de hensyn som taler for strykning (manglende oppfyllelse av opptaksvilkår) mot minoritetsaksjonærenes interesser i fortsatt notering, jf. for eksempel vedtak og uttalelser 2004 side 66. I gjeldende børslov § 25 første ledd fremgår det direkte av lovens ordlyd at strykning må vurderes opp mot de ulemper strykning vil medføre for aksjeeierne.

Børsen går deretter over til å vurdere om vilkårene for strykning i børsloven § 25 første ledd første punktum er oppfylt.

I den forbindelse heter det i vedtaket at selskapet ikke tilfredsstillter opptaksreglenes krav til at aksjene skal være spredt blant minst 500 børsposteiere. Selskapet har 467 børsposteiere. Opptaksreglenes krav om markedsverdi på minimum 300 MNOK er heller ikke oppfylt, selskapets markedsverdi det siste året har variert mellom 65 og 85 MNOK. Børsen viser videre til at likviditeten i selskapet er svært svak. Samlet sett er det klart at selskapet per i dag ikke ville kvalifisert for opptak til notering på Oslo Børs. Selskapet oppfyller imidlertid vilkårene for opptak på Oslo Axess. Selskapets manglende oppfyllelse av opptaksvilkår taler isolert sett for å ta søknaden om strykning til følge, men dette kan avhjelpest gjennom å søke overføring til Oslo Axess, slik at momentet i følge børsen har begrenset vekt.

Deretter gjennomgås tidligere praksis. I følge vedtaket er ingen saker som børsen har behandlet, parallellt med foreliggende sak. Børsen redegjør deretter for tidligere vedtak om strykning vedrørende Kosmos AS (vedtak 30. april 1991), Jøtul ASA (Vedtak og uttalelser 2002 s. 13), Kristiansand Dyrepark ASA (Vedtak og uttalelser 2004 s. 63) og Fosen ASA (Vedtak og uttalelser 2008 s. 26).

Børsen går så over til den konkrete interesseavveiningen som børsloven § 25 første ledd annet punktum gir anvisning på.

I vedtaket uttaler børsen at strykning samlet sett vil føre til at aksjonærene får en svakere beskyttelse enn det vernet verdipapirlovgivningen representerer.

Strykning kan dessuten medføre at det blir vanskeligere for selskapet å innhente ny kapital.

Strykning kan også føre til at likviditeten i aksjene svekkes, noe som igjen kan redusere omsetningsverdien av aksjene. Det faktum at likviditeten i aksjene allerede er svært lav, medfører imidlertid at dette hensynet har begrenset vekt.

Etter en samlet vurdering av de grunner som taler for strykning opp mot minoritetsaksjonærenes interesser, finner børsen ikke å kunne etterkomme søknaden om strykning.

I vedtak 27. august 2009 har børsstyret kommet med enkelte merknader til klagers anførsler. Når det gjelder klagers anførsel om at hensynet til likebehandling tilsier at vedtaket blir omgjort, jf. saken om Fosen ASA, bemerker børsen at motstanden mot strykning i foreliggende sak var betydelig større enn i sakene vedrørende Fosen ASA og Kristiansand Dyrepark ASA, der hhv. 5 og 8 aksjonærer, tilsvarende cirka 13 og 15 prosent av stemmene, stemte mot.

## 6 Klagers anførsler

Klager mener børsens vedtak må omgjøres, slik at selskapet avnoteres fra Oslo Børs.

Børsen har i vedtaket blant annet lagt vekt på at oppmøteprosenten på generalforsamlingen var høy. Klager gjør oppmerksom på at det har vært vanlig med en oppmøteprosent på mellom 80 og 90 prosent på selskapets generalforsamlinger, slik at

oppmøteandelen ikke kan tas til inntekt for at det har vært et særlig stort engasjement i denne saken.

I klagen heter det videre:

*"Videre var det 981 av selskapets totalt 1167 aksjonærer som ikke møtte selv eller ved fullmakt. Dette er forhold som også bør tillegges vekt, og ikke bare en vurdering av den relative motstanden i generalforsamlinga, da et svært stort antall aksjonærer, tilsvarende en betydelig andel av selskapets samlede antall aksjonærer ikke utviste et aktivt engasjement i saken".*

Av de andre sakene om strykning som børsen viser til i vedtaket, synes saken vedrørende Fosen ASA å være mest relevant. Aksjonærstrukturen i Namsos Trafikkselskap er mer spredt enn i saken vedrørende Fosen ASA, noe som tilsier at aksjonærene ikke i samme grad som i Fosen-saken risikerer en "innlåsning". Dette har ikke blitt tillagt tilstrekkelig vekt i vedtaket. Klager mener at hensynet til likebehandling tilsier at børsens vedtak blir omgjort, jf. saken vedrørende Fosen ASA.

I børsens vedtak er det også vist til at en strykning vil medføre at det blir vanskeligere å innhente egenkapital. Klager mener at dette først og fremst er begrenset av stemmerettsbegrensningene i vedtektene, og at det ikke kan anses som et relevant moment i forbindelse med en søknad om strykning. Selskapets historikk tilsier heller ikke at dette er et moment som bør tillegges vekt. For øvrig vil dette momentet gjelde generelt i alle lignende saker.

Klager viser dessuten til at det er flere forhold i foreliggende sak som kan ha en parallell til tidligere saker, der søknad om strykning har blitt innvilget. Blant de hensyn som er tillagt vekt i tidligere saker, og som klager mener taler for strykning i foreliggende sak, nevnes:

- Manglende oppfyllelse av noteringsvilkår. I foreliggende sak er det klart at selskapet ikke lenger oppfylder noteringsvilkårene knyttet til allmenn interesse, regelmessig omsetning og egnethet. Dette må gjelde tilsvarende i forhold til Oslo Axess. De svært restriktive vedtektsbestemmelsene om utøvelse av stemmerett bør også tas i betraktning.
- Minoritetsaksjonærenes standpunkt til vedtaket om strykning. Kun en liten andel aksjonærer engasjerte seg mot og stemte mot forslaget om strykning i saken.
- Hensynet til minoritetsaksjonærene. Selskapet ønsker OTC-listing. Svak likviditet i aksjen gjør at avnotering i praksis ikke medfører svekkelse av minoritetsaksjonærenes muligheter for omsetning. Selskapet vil dessuten sørge for fortsatt god informasjon til alle aksjonærene.
- Realisasjonsmulighet for minoritetsaksjonærene. Namsos Trafikkselskap har flere aksjonærer av betydelig størrelse, noe som legger til rette for at aksjonærer har mulighet for realisasjon, selv uten den organiserte markedsplass som børsnoteringen representerer.

## 7 Børsklagenemndens vurdering

Det rettslige utgangspunkt i saken er at en strykning av aksjene ikke må medføre vesentlig ulempe for eierne eller markedets oppgave eller funksjon. Børsklagenemnden skal innen rammen av børsloven § 1 jf. § 25 jf. børsens løpende forpliktelser punkt. 15.1 fjerde ledd utøve et skjønn. Den skjønnsmessige vurdering må i en slik sak spesielt ha minoritetsaksjonærenes interesse for øyet. Nettopp av hensyn til disse har børsen fulgt en streng praksis når det gjelder å etterkomme anmodninger om strykning. Børsens skjønnsutøvelse i tidligere saker har relevans dels som forvaltningspraksis og dels som eksempel på den interesseavveining Børsklagenemnden skal foreta.

I Namsos Trafikkselskap ASA har en betydelig andel aksjonærer stemte mot strykning. Dette gjelder både målt i antall hoder (45 aksjonærer) og stemmer (27,7%). Stemmetallene er tilsvarende dem som forelå i Jøtul-saken, der strykning ble nektet. Disse tallene viser at det her var en adskillig større andel minoritetsaksjonærer som var motstandere av strykning enn i Børsstyrets saker vedrørende Kristiansand Dyrepark ASA og Fosen ASA der anmodningen ble imøtekommet. Det pekes dessuten på at minoritetsaksjonærene ikke er gitt noe oppkjøpstilbud eller mulighet for utløsning i forbindelse med den omsøkte strykningen.

I saken vedrørende Fosen ASA fra januar 2009 hadde søknaden om strykning sitt bakgrunnstykke i fusjonen mellom Fosen ASA og Torghatten Trafikkselskap ASA, hvor fusjonsvedtaket var betinget av at det fusjonerte selskapet ikke ville være børsnotert. Bare 5 aksjonærer og 12,43% av stemmene ble i generalforsamlingen avgitt mot strykning. Videre ble det lagt vekt på at en stor del av minoritetsaksjonærene i Fosen ASA var institusjonelle eiere som måtte anses å kunne i vareta sine aksjonærinteresser etter en strykning. På bakgrunn av disse forskjeller på denne saken og Fosen, kan Børsklagenemnden for øvrig heller ikke se at det vil være et brudd på børsens tidligere praksis å nekte strykning av aksjene i Namsos Trafikkselskap ASA.

Selv om likviditeten i aksjen er svært lav, og selskapet pr. i dag ikke oppfyller vilkårene for børsnotering, har fortsatt børsnotering den funksjon at det oppnås en viss beskyttelse av aksjeminoriteten gjennom de rettsplikter selskapet har overfor børsen, bl.a. med hensyn til informasjon, rapportering og investorbekyttelse. Selskapets forpliktelser ved notering kan tilpasses aksjens likviditet ved at det søkes om overføring til Oslo Axess.

På denne bakgrunn stadfester Børsklagenemnden børsstyrets beslutning.

Børsklagenemnden traff deretter slikt enstemmig

Vedtak:

Børsstyrets vedtak av 17. juni 2009, der søknad fra Namsos Trafikkselskap ASA om strykning av selskapets aksjer fra notering på Oslo Børs ble avslått, stadfestes.

#### **4.2.2 Stavanger Aftenblad ASA – Internt notat vedr. søknad om strykning der selskapet har søkt om strykning**

##### **1 Innledning**

Stavanger Aftenblad ASA ("Stavanger Aftenblad") har i notat av 24. juni 2009 orientert Oslo Børs om opphør av børsnotering som følge av etableringen av Media Norge ASA ("Media Norge"), der Stavanger Aftenblad innfusjoneres i et heleid datterselskap av Media Norge mot fusjonsvederlag i form av aksjer i Media Norge. Stavanger Aftenblad har vært notert på Oslo Børs, mens Media Norge i utgangspunktet ikke vil være det. Det foreligger imidlertid en beslutning om børsnotering av Media Norge når forholdene ligger til rette for dette, og ikke senere enn syv år etter etableringen av Media Norge konsernet.

##### **2 Bakgrunn**

Etableringen av Media Norge ASA konsern har grunnlag i fusjonsplaner datert 22. desember 2006 ("Opprinnelig Fusjonsplan"), som ble godkjent av de deltakende selskapers generalforsamlinger 15. februar 2007. Etableringen av Media Norge konsernet innebærer at Stavanger Aftenblad, sammen med Aftenposten, Bergens Tidende og Fædrelandsvennen innfusjoneres i hvert sitt heleide datterselskap av Media Norge, mot at aksjonærene i de fire mediehusene mottar aksjer i Media Norge som fusjonsvederlag. Virksomheten til de fire mediehusene videreføres i fire heleide datterselskaper av Media Norge ASA.

Forutsetningen i Opprinnelig Fusjonsplan var at Media Norge skulle børsnoteres i forbindelse med den selskapsrettsrettslige gjennomføringen av fusjonene. Gjennomføringen av fusjonene har imidlertid tatt lang tid, og underveis i prosessen har partene funnet det hensiktsmessig å utsette planene om børsnotering, bl.a. som følge av den negative markedsutviklingen siden fusjonene ble vedtatt.

På denne bakgrunn utarbeidet styrene i de impliserte selskapene et Addendum til Opprinnelig Fusjonsplan ("Addendumet") hvor bestemmelsene om børsnotering ble foreslått myket opp. Addendumet er siden godkjent av generalforsamlingene i samtlige berørte selskaper. Stavanger Aftenblad opplyser at det kun var en enkelt aksjonær som stemte mot godkjenningen på selskapets ekstraordinære generalforsamling 20. februar 2009.

Etter endringen ved Addendumet lyder nå fusjonsplanen punkt 8.9 første avsnitt slik: "Notering av aksjene i Media Norge på Oslo Børs skal skje når forholdene i henhold til Media Norge-styrets beslutning ligger til rette for børsnotering, og ikke senere enn syv år etter det selskapsrettslige virkningstidspunktet som angitt i punkt 8.1 ovenfor."

Selskapet opplyser følgende vedr. utsettelsen av børsnoteringen av Media Norge:

"Selv om de noterte aksjene i Stavanger Aftenblad ASA i utgangspunktet vil bli byttet med aksjer i et unotert selskap, følger det (...) av fusjonsplanen at denne situasjonen er midlertidig. Aksjene i Media Norge ASA vil søkes notert på et tidspunkt som etter styrets syn er hensiktsmessig innenfor en tidshorisont på syv år.

Utsettelsen av børsnoteringen er begrunnet både i selskapets og aksjonærenes interesser. For aksjonærenes del er synspunktet at fordelene med utsatt børsnotering veier tyngre enn ulempene forbundet med at de i en overgangsperiode vil mangle tilgang til et organisert marked for omsetning av aksjer. Behandlingen av Addendumet viser at det også blant aksjonærene i Stavanger Aftenblad ASA er bred oppslutning om denne prioriteringen."

### 3 Vurdering og konklusjon

Fusjonsvedtaket ble fattet før ikrafttredelsen av løpende forpliktelser pkt. 12. Børsen har således ikke mottatt en formell orientering etter disse reglene. I forbindelse med gjennomføring av fusjonen har børsen imidlertid fått en kort redegjørelse for hvordan hensynet til minoritetsaksjonærene i Stavanger Aftenblad har vært hensyntatt i prosessen.

Materielt sett innebærer løpende forpliktelser pkt. 12 i det vesentlige en videreføring av børsforskriften av 1994 § 2-7. Utgangspunktet etter begge regelsett er at når børsnotert selskap deltar i fusjon skal det fusjonerte selskapet være børsnotert, uavhengig av om det børsnoterte selskapet var overdragende eller overtagende.

I denne saken er det fusjonerte selskapet imidlertid et heleid datterselskap av Media Norge, og således ikke egnet for børsnotering. Løpende forpliktelser pkt. 12 kan etter ordlyden ikke sees å omfatte det fusjonerte selskapets morselskap, heller ikke når dette utsteder vederlagsaksjer i trekantfusjon.

Det må på denne bakgrunn tas utgangspunkt i de alminnelige strykingsregler, jf. løpende forpliktelser pkt. 12.1 fjerde ledd. I henhold til løpende forpliktelser pkt. 15.1, jf. børsloven § 25 første ledd, kan børsen vedta at et finansielt instrument skal strykes fra notering hvis det ikke lenger tilfredsstiller børsens vilkår eller regler eller hvis særlige grunner forøvrig tilsier det. I denne saken som ikke skyldes strykning på bakgrunn av brudd på børsregelverket, har børsstyret tillagt administrasjonen fullmakt til å vedta strykning.

Oslo Børs har, under henvisning til at Stavanger Aftenblad nå er innfusjonert i det nyetablerte Media Norge ASA-konsernet, funnet at det er grunnlag for å stryke selskapets aksjer fra notering.

Siste noteringsdag var 25. juni 2009.

#### 4 Forslag til vedtak

Oslo Børs fattet den 26. juni 2009 følgende vedtak:

*"Aksjene i Stavanger Aftenblad ASA strykes fra notering på Oslo Børs. Siste noteringsdag var 25. juni 2009."*

### **4.2.3 CanArgo – strykning (Børsstyrevedtak 27.08.2009)**

#### 1 Innledning

CanArgo Energy Corporation ("CanArgo") v/advokatfirmaet Selmer informerte i brev 22. juni 2009 at selskapet var i en vanskelig finansiell situasjon og at selskapet som en konsekvens av dette ikke var i stand til å tilfredsstille kravet i løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper pkt. 4.2. som sier at selskapet skal utarbeide årsrapport i henhold til verdipapirhandelloven § 5-5 og kravet i løpende forpliktelser pkt. 4.4. som sier at årsrapporten skal offentliggjøres senest fire måneder etter regnskapsårets utgang. Selskapet har ikke tatt initiativ til strykning av aksjene og spørsmålet om selskapet skal strykes må derfor avgjøres på bakgrunn av børsloven § 25(1).

Grunnlaget for strykning av selskapet er at det ikke lenger tilfredsstiller kravene til å være et børsnotert selskap som følge av at selskapet har brutt reglene i løpende forpliktelser ved at årsrapporten for 2008 ikke er offentliggjort samt at kursverdien for selskapets aksjer er betydelig lavere enn minimumskravet. Videre anføres at selskapets markedsverdi er betydelig lavere enn minimumsvilkåret i børsens opptaksregler.

#### 2 Saken bakgrunn

CanArgo ble etablert i USA 7. oktober 1994. Selskapet driver leting, utvikling og produksjon av olje og gass i regionen rundt Kaspiahavet. Selskapet har noe inntekter fra ett felt i Georgia. Samlede inntekter basert på ureviderte tall for 2008 er opplyst å utgjøre MUSD 9,3 og for første kvartal 2009 MUSD 1,5. Selskapets hovedfokus er leting og utvikling av prosjekter i Georgia.

#### Offentliggjøring av årsrapport for 2008

CanArgo informerte i børsmelding 7. mai 2009 om at det på grunn av selskapets manglende finansielle ressurser var lite sannsynlig at de vil være i stand til å offentliggjøre årsrapport for 2008. Kredittilsynet har varslet selskapet om overtredelsesgebyr i samsvar med verdipapirhandelloven § 17-4. Børsen har markert aksjen under særskilt observasjon.

#### Markedsverdi

Markedsverdien på selskapet har i lengre tid ligget i intervallet MNOK 40 – 60. Aksjekursen har i store deler av inneværende år ligget i området NOK 0,30 og har i den siste måneden beveget seg videre ned til under NOK 0,20 per aksje. Aksjekursen har vært lavere enn NOK 1 siden 1. september 2008.

#### Saksbehandling

Egenkapitalen i selskapet er negativ og det fremkommer i brev fra Advokatfirmaet Selmer 22. juni 2009 på vegne av selskapet at selskapet er i en svært vanskelig finansiell situasjon. Det anføres i brevet at selskapet er i brudd med kravet til offentliggjøring av

årsrapport, kravet til minimumsverdi på aksjekurs samt at selskapet på grunn av den vanskelig finansielle situasjon ikke er i stand til å betjene eksisterende gjeld.

Børsen varslet selskapet i brev 3. juli 2009 at børsen med henvisning til brev fra selskapets rådgiver 22. juni 2009 vurderte å stryke selskapets aksjer så snart som mulig etter 13. juli 2009 med bakgrunn i selskapets vanskelig finansielle situasjon og selskapets manglende oppfyllelse av løpende forpliktelser, dersom selskapet innen denne dato ikke kom med tilbakemelding på børsens henvendelse. CanArgo sendte ut børsmelding 6. juli 2009 hvor det opplyses at selskapet hadde mottatt varsel om strykning fra Oslo Børs. Selskapet opplyste i samme børsmelding at "The company does not believe it has the financial means to comply with the Continuing Obligations in the near term and expects the Oslo Børs to commence delisting procedures immediately after July 13, 2009."

Med unntaket av kravet på garantistene fra siste emisjon, er det ikke angitt noen sannsynlig potensiell finansieringskilde for selskapet. Selskapet offentliggjorde 3. oktober 2008 en garantert fortrinnsrettsemisjon på 242.107.390 aksjer med tegningskurs MUSD 0,10 per aksje. Det var lav deltagelse i emisjonen og selskapet krevde derfor at garantistene i samsvar med de forpliktelser de hadde påtatt seg i emisjonen skulle betale inn differansen. Garantistene har ikke dekket inn sitt ansvar og selskapet har derfor innledet rettsforfølgning mot garantistene. Kravet er på MNOK 110. Selv om selskapet skulle vinne frem med sitt krav vil dette kunne ta lang tid og man har ingen indikasjon på hvorvidt garantistene er søkegode.

Selskapets markedsverdi basert på siste omsetningskurser er MNOK 51. Omsetningshastighet på selskapets aksjer hittil i år er 242,63% og det er handlet i selskapets aksjer samtlige mulige dager hittil i år.

CanArgo varslet i børsmelding 8. april 2009 at selskapets aksjer var blitt strøket fra notering på NYSE Alternext US LLC. Selskapet ble strøket med bakgrunn i at selskapet ikke hadde klart å sannsynliggjøre at de ville kunne klare å tilfredsstille børsens løpende forpliktelser. Selskapet ble i januar varslet at NYSE Alternext US LLC vurderte å stryke selskapets aksjer fra notering basert på betydelige driftsmessige underskudd som etter NYSE Alternext's vurdering skapte tvil om selskapet ville være i stand til å gjennomføre sin operasjonelle virksomhet og/eller overholde sine forpliktelser. NYSE anførte også at de ville vurdere å stryke selskapets aksjer fra notering dersom selskapet ikke gjennomførte en spleis av aksjene for å øke kursverdien på aksjene. Det ble videre anført at selskapet ikke tilfredsstilte kravet til at majoriteten av styremedlemmene skal være uavhengig samt at selskapets revisjonsutvalg skal bestå av minst tre uavhengige styremedlemmer.

### 3 Rettslig utgangspunkt

Børsloven § 25 første ledd, jf. løpende forpliktelser pkt. 15.1 første ledd, lyder:

*"Regulert marked kan suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis det ikke lenger tilfredsstiller det regulerte markedets vilkår eller regler eller særlige grunner for øvrig tilsier det. Regulert marked kan likevel ikke suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon."*

Videre heter det i løpende forpliktelser pkt. 15.1. andre ledd:

Har selskapet grovt eller vedvarende brutt bestemmelser i verdipapirlovgivningen eller børsreglene skal dette i alminnelighet anses for å være en særlig grunn som kan tilsi strykning av selskapets aksjer.



Når det gjelder fristene for offentliggjøring av årsrapporter, følger det av løpende forpliktelser pkt. 4.4., jf. verdipapirhandelloven § 5-5:

Årsrapporten skal offentliggjøres senest fire måneder etter regnskapsårets utgang.

Når det gjelder kravet til minste kursverdi, følger det av løpende forpliktelser pkt. 2.4.:

Kursverdien for selskapets aksjer skal ikke være lavere enn NOK 1- Dersom kursverdien har vært lavere enn NOK 1 sammenhengende over en periode på seks måneder, skal styret iverksette tiltak for å oppfylle kravet.

#### 4 Børsens vurdering

##### 4.1 Utgangspunkt

Grunnlaget for å vurdere strykning av CanArgo's aksjer fra notering på Oslo Børs er hjemlet i børsloven § 25 første ledd og løpende forpliktelser pkt. 15.1.første og andre ledd.

##### Manglende offentliggjøring av årsrapport

I henhold til verdipapirhandelloven § 5-5 jf. løpende forpliktelser pkt. 4.4. skal årsrapporten offentliggjøres senest fire måneder etter regnskapsårets utgang. Dette medfører at CanArgo skulle ha offentliggjort årsrapporten for 2008 innen utgangen av april 2009.

Selskapet har ikke offentliggjort årsrapporten og kan heller ikke si når eller om de i det hele tatt vil bli i stand til å utarbeide og offentliggjøre årsrapporten. Årsrapporten er en sentral del av informasjonen fra børsnoterte selskaper, og utgjør en viktig del av selskapets informasjonsplikt til markedet. Manglende overholdelse av informasjonsplikten på dette punkt anses å være et alvorlig brudd på løpende forpliktelser og på verdipapirhandelloven. Det må forventes at et børsnotert selskap har tilstrekkelige ressurser til å avlegge årsrapport. Det at CanArgo ikke er i stand til å avlegge slik rapport, understreker at selskapet ikke er egnet for notering. Dette understrekes ytterligere av at selskapet ikke vet om det vil være i stand til å utarbeide og offentliggjøre årsrapporten.

Børsen har lite tradisjon for å stryke selskaper fra notering uten at selskapene selv har søkt om å bli strøket.

Oslo Børs og Børsklagenemnden har tidligere sanksjonert selv kortere oversittelse av frister for offentliggjøring av regnskaper forholdsvis strengt. Det foreligger ingen saker hvor fristoversittelsen har vært så grov som i CanArgo's tilfelle. Selskapets manglende evne til å ferdigstille og offentliggjøre årsrapport innen fristen utgjør således et grovt brudd på løpende forpliktelser pkt. 4.4. og verdipapirhandelloven § 5-5. Dette forsterkes ytterligere av at selskapet ikke kan si om de i det hele tatt vil være i stand til å utarbeide og offentliggjøre årsrapporten.

Selskapet hevder at de vil være i stand til å utarbeide og offentliggjøre delårsrapporter og har offentliggjort rapport for Q1 2009 innen tidsfristen.

Selv om børsen tradisjonelt har lagt mest vekt på selskapenes offentliggjøring av delårsrapporter, er selskapets grove brudd på fristen for offentliggjøring av årsrapporten og at de heller ikke kan si om de i det hele tatt vil være i stand til å utarbeide og offentliggjøre årsrapporten, et alvorlig brudd på et børsnotert selskaps forpliktelser.

##### Krav til minste kursverdi

I henhold til løpende forpliktelser pkt. 2.4. skal kursverdien for noterte selskapets aksjer ikke være lavere enn NOK 1. Dersom kursverdien har vært lavere enn

NOK 1 sammenhengende over en periode på seks måneder, skal styret iverksette tiltak for å oppfylle kravet. Selskapets aksjer har vært handlet til under NOK 1 etter 1. september 2008. Selskapet har ikke iverksatt tiltak for å oppfylle kravet.

#### Andre forhold

Selskapet har negativ egenkapital og er i mislighold på sine lån. Selskapet er avhengig av kapitaltilførsel for å kunne utføre sin virksomhet. Det fremkommer i brev fra selskapets rådgiver 22. juni 2009 at: "However, there is no obvious savior on the horizon, and one must assume that the Company will not be in a position to cure its defaults such as completing and filing an audited annual report of 2008 at any time in the foreseeable future."

Selskapet tilfredsstillter videre ikke vilkår for opptak til notering på Oslo Børs ved at markedsverdi på selskapets aksjer er betydelig lavere enn opptakskravet på MNOK 300.

#### 4.2 Interesseavveining

Selskapets manglende oppfyllelse av løpende forpliktelser og opptaksvilkår jf. ovenfor taler for at selskapets aksjer strykes fra notering på Oslo Børs. Selskapet er ikke i stand til å utarbeide årsrapport i samsvar med regler for børsnoterte selskaper. For investorene medfører dette at de ikke har tilgang til oppdatert revidert informasjon etter 31.12.2007. Det er usikkert om selskapet vil være i stand til å utarbeide slike regnskaper.

At aksjen etter 1. september 2008 har vært handlet til kurs under NOK 1 og i den siste tiden til kurs rundt NOK 0,20, er et formelt brudd, men ikke alene grunn til strykning. Markedsverdien ligger på rundt MNOK 50 som er langt under opptaksvilkåret om en markedsverdi på MNOK 300. Her ville også Oslo Axess vært et alternativ.

Likviditeten i aksjen er god. Aksjen har vært handlet alle børsdager hittil i år og omsetningshastigheten på aksjen har i samme periode vært 242,63%.

Børsen har fått opplyst fra selskapets rådgiver at det antas å være ca 6000 aksjonærer i selskapet i Norge. Ved en strykning vil aksjonærene i CanArgo miste den sikkerhet som ligger i organisert gjennomlyst handel, informasjonsplikt, regnskapsrapportering, flaggeplikt, meldeplikt, tilbudsplikt mv. Virkningen av strykning vil altså kunne ha en direkte ulempe for aksjonærene ved at likviditeten reduseres. En del aksjonærer kan ha offentlige eller interne regler som forhindrer dem å eie unoterte aksjer. Samlet sett vil dette kunne redusere omsetningsverdien av aksjene. En strykning fra notering må vurderes opp mot de ulemper det vil ha for selskapet og dets aksjonærer.

Det er nødvendig at børsen kan kreve at de børsnoterte selskapene tilfredsstillter minstekrav for å sikre en tilstrekkelig kvalitet på markedsplassen.

For CanArgo foreligger det grovt brudd på informasjonsplikten ved at årsrapport ikke er offentliggjort tre måneder etter fristen for offentliggjøring utløp og selskapet i tillegg ikke kan opplyse om når eller om årsrapporten i det hele tatt vil bli offentliggjort.

At selskapets betydelige finansielle problemer gjør det usikkert om selskapet vil overleve ses ikke som en grunn i seg selv til å stryke selskapet.

Et børsnotert selskap må være av en viss kvalitet og størrelse for at børsnoteringen skal ha en verdi både for investorene og markedet. Det er ikke tilfellet for CanArgo. Samlet sett må brudd på informasjonsplikten og lav kursverdi på aksjen anses som så vesentlig at det må veie tyngre enn de ulemper en strykning får for selskapet og dets aksjonærer ved at CanArgo strykes fra børsnotering.

Markedet har vært kjent med strykningsvarselet siden 6. juli 2009 og har fra 14. juli vært kjent med at saken vil behandles i børsstyremøtet 27. august 2009. I lys av dette anses aksjonærene for å ha fått varsel nok til å selge aksjene mens de er notert. Strykning iverksettes således 14. september 2009.

Vedtak

*"Børsstyret vedtok å stryke aksjene i CanArgo Energy Corporation fra børsnotering fra og med 14. september 2009.*

*Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden etter reglene i Børsforskriften kapittel 8. Klagefristen er to uker."*

#### **4.2.4 Norman ASA – avvisning av klage (Børsklagenemndens avgjørelse av 15.12.2009)**

Avgjørelse av 15. desember 2009 av klage fra Gleff AS, Insalvo AS, Paraply Invest AS, Horisonten AS, Ladd AS, Raptor AS, Paraply AS, Prasada AS, Trine Ditlefsen, Sissel Ditlefsen og Fanny Ditlefsen (minoritetsaksjonærene, klagerne) v/advokat Harald Walther over Oslo Børs ASAs vedtak 28. oktober 2009 om å avvise klage over vedtak om strykning av aksjene i Norman ASA fra børsnotering.

##### 1 Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Oslo Børs (børsen) fattet 30. september 2009 vedtak om å stryke aksjene i selskapet Norman ASA (Norman, selskapet) fra børsnotering. Vedtaket om strykning ble påklaget av minoritetsaksjonærer i selskapet, og børsstyret vedtok 28. oktober 2009 å avvise klagen fra minoritetsaksjonærene på grunn av manglende rettslig klageinteresse. Vedtaket 28. oktober 2009 har følgende konklusjon:

*"Klage over vedtak om strykning fra notering av aksjene i Norman ASA avvises. Begjæring om utsatt iverksettelse tas ikke til følge slik at aksjen strykes fra notering i tråd med børsens vedtak av 30. september 2009 fra og med 30. oktober 2009.*

*Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden etter reglene i børsforskriften kap. 8. Klagefristen er to uker."*

I brev 11. november 2009 påklaget advokat Harald Walther vedtaket på vegne av de 11 minoritetsaksjonærene i Norman som er nevnt innledningsvis i foreliggende vedtak. Det er redegjort nærmere for klagen nedenfor under punkt 6, og det vises til fremstillingen der.

Styret i Oslo Børs har vurdert klagen, men har ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble derfor ved brev 25. november 2009 oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Børsklagenemnden behandlet saken i møte 15. desember 2009. Ved behandlingen og møtet deltok Bjørg Ven, Filip Truyen, Trygve Bergsåker, Jøril Mæland og Cathrine Hambro.

##### 2 Kort om selskapet

Norman ASA (Norman, selskapet) er beskrevet slik i Oslo Børs' vedtak om strykning 30. september 2009:

*"Norman ASA ble opprettet i Oslo i 1984 og omtaler seg selv som en "...verdensleder og pioner innen proaktive løsninger for sikring av innhold samt etterforskningsverktøy for ondsinnet programkode..." med "...løsninger innen nettverkssikkerhet, sikring av endenoder og verktøy for analysering av ondsinnet programvare, skal sikre deres verdier..."*

Selskapets markedsverdi basert på omsetningskuser er pr. 15. september 2009 om lag NOK 274 millioner.

Norman ASA har vært notert siden 20. august 2004.”

### 3 Sakens bakgrunn

Den 8. juni 2009 inngikk Ola Holding AS avtale om kjøp av 6 644 162 aksjer i Norman, noe som tilsvarte 67,8 prosent av de utstedte aksjene i selskapet. Ola Holding AS fremsatte pliktig tilbud om kjøp av samtlige aksjer i Norman 6. juli 2009. Det fremkom av tilbudsdokumentet at Ola Holding AS hadde til hensikt å foreslå for generalforsamlingen at Norman skulle søke om strykning av selskapets aksjer fra børsnøtering. Etter endt tilbudsperiode hadde Ola Holding AS avtalt å erverve aksjer slik at Ola Holding AS' totale eierbeholdning tilsvarte 84,95 prosent av aksjene i Norman.

Norman ASA vedtok på generalforsamling 2. september 2009 at selskapet skulle søke om å få sine aksjer strøket fra notering på Oslo Børs. Vedtaket om strykning ble gjort med 8 307 573 stemmer (84,8 prosent) for og 1 236 795 stemmer (12,6 prosent) mot. 17 av selskapets 363 aksjonærer møtte på generalforsamlingen, noe som tilsvarte 97,4 prosent av aksjene. Av de fremmøtte aksjonærene stemte to for strykning, mens 15 stemte mot. Selskapet hadde på tidspunktet for generalforsamlingen 363 aksjonærer, hvorav mellom 80 og 90 børsposteiere.

Selskapet søkte Oslo Børs om strykning i brev 3. september 2009.

I brev 11. september 2009 fra advokat Harald Walther ba 14 av de 15 minoritetsaksjonærene som stemte mot strykning på generalforsamlingen børsen om ikke å ta søknaden om strykning til følge.

Børsstyret fattet 30. september 2009 slikt vedtak:

*“Aksjene i Norman ASA strykes fra notering på Oslo Børs fra og med 30. oktober 2009”.*

I brev 14. oktober 2009 påklaget advokat Harald Walther på vegne av 14 minoritetsaksjonærer i Norman børsens vedtak 30. september 2009 om strykning.

Norman v/advokat Knut Bergo i advokatfirmaet Wiersholm, Mellbye & Bech har i brev 16. oktober 2009 kommet med merknader til klagen. I den forbindelse har Norman prinsipielt anført at klagen fra minoritetsaksjonærene må avvises på grunn av manglende rettslig klageinteresse, jf. forvaltningsloven § 28. Det er redegjort nærmere for selskapets anførsler nedenfor under pkt. 7, og det vises til fremstillingen der.

Børsen oversendte i e-post 22. oktober 2009 merknadene fra Norman til minoritetsaksjonærene v/advokat Harald Walther.

Minoritetsaksjonærene v/advokat Harald Walther har i brev 22. oktober 2009 kommet med merknader til spørsmålet om avvisning av klagen.

Styret i Oslo Børs fattet 28. oktober 2009 vedtak om å avvise klagen fra minoritetsaksjonærene på grunn av manglende rettslig klageinteresse. Konklusjonen i vedtaket er sitert ovenfor under pkt. 1. Det er redegjort nærmere for børsens vedtak om avvisning nedenfor under pkt. 5.

I brev 11. november 2009 har advokat Harald Walther på vegne av de 11 minoritetsaksjonærene som er nevnt innledningsvis i foreliggende vedtak, påklaget børsens vedtak om avvisning til Børsklagenemnden.

Børsen varslet i e-post 12. november 2009 klagerne om mulig illeggelse av saksomkostninger, jf. børsforskriften § 38 annet punktum.

Børsen forela i e-post 12. november 2009 klagen for Norman v/advokat Knut Bergo. Norman v/ Truls William Eriksen har i e-post 13. november 2009 vist til sine tidligere fremførte argumenter i saken og til børsens premisser i avvisningsvedtaket 28. oktober 2009.

Klagerne v/advokat Harald Walther har i brev 16. november 2009 bemerket at avvisningsspørsmålet er av prinsipiell karakter, og at adgangen til å få prøvet spørsmålet ikke bør søkes begrenset gjennom varsel om utgiftsdekning.

#### 4 Rettslig grunnlag

##### 4.1 Avvisning

Det følger av børsloven § 40 at forvaltningslovens regler om klage mv. får anvendelse når børs treffer vedtak om blant annet strykning etter børsloven § 25.

Det er fastsatt i børsloven § 41 tredje ledd, jf. også børsforskriften § 37, at forvaltningsloven gjelder for Børsklagenemndens virksomhet.

Etter forvaltningsloven § 28 kan enkeltvedtak påklages "av en part eller annen med rettslig klageinteresse".

##### 4.2 Strykning

Børsloven (lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder) § 25 første ledd lyder:

*"Regulert marked kan suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis det ikke lenger tilfredsstillende det regulerte markedets vilkår eller regler eller særlige grunner for øvrig tilsier det. Regulert marked kan likevel ikke suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon".*

#### 5 Oslo Børs' vedtak

Børsstyret gjengir i vedtak 28. oktober 2009 klagernes anførsler knyttet til spørsmålene om avvisning, strykning og oppsettende virkning, samt Normans merknader til de samme spørsmål.

Børsstyret går deretter over til å redegjøre for sine merknader i saken. I den forbindelse vises det først til relevante lovbestemmelser om avvisning.

Deretter redegjør børsstyret for Børsklagenemndens sak nr. 1/93. Nevnte sak gjaldt klage fra Christen Sveaas og Aksjonærforeningen UNI Storebrand over børsstyrets vedtak om å stryke aksjene i UNI Storebrand AS mens sistnevnte var under offentlig administrasjon. I saken viste Børsklagenemnden til børsstyrets innstilling i saken, der børsstyret blant annet uttalte – under betydelig tvil – at aksjonærer i sin alminnelighet ikke har rettslig klageinteresse ved strykningens vedtak, men at i et spesielt tilfelle som dette, hvor UNI Storebrand var satt under administrasjon, burde aksjonærene gis slik klagerett. Børsklagenemnden var imidlertid av den klare oppfatning at det ville bryte med systemet om aksjonærene ble gitt en slik rett, og avviste klagen.

Børsstyret redegjør også for Børsklagenemndens sak nr. 2/96, stadfestet ved sak 4/97. I saken ble klage fra en tidligere aksjonær i Eiendomsselskapet Aker Brygge ASA over børsstyrets vedtak om å stryke aksjene i selskapet, avvist. Børsklagenemnden uttalte at

aksjonæren ikke ville hatt rettslig klageinteresse selv om han hadde vært aksjonær på tidspunktet for vedtak om strykning.

Deretter går børsstyret over til å vurdere spørsmålet om minoritetsaksjonærene i Norman har rettslig klageinteresse i foreliggende sak. I vedtaket pkt. 4.1.3 uttaler børsstyret:

*"Spørsmålet er om rettstilstanden fra børsloven av 1988 hvor spørsmål om klageinteresse er avgjort med ovennevnte saker fra børsklagenemnden, er endret med børsloven av 2007.*

*Ordlyden i børsloven § 25 første ledd sier nå uttrykkelig at strykning ikke kan foretas dersom "dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet". Ordlyden viser til eierne som sådan, men presiserer ikke dette nærmere. Ordlyden sier altså ikke at strykning ikke skal foretas dersom det er til ulempe for flere enn én aksjonær, slik klager synes å anføre.*

*Det fremgår av forarbeidene at bestemmelsen er en videreføring av tidligere bestemmelse, hvor hensynet til minoritetsaksjonærene inngikk som del av den skjønnsmessige vurderingen, jf NOU 2006:3 pkt 7.2.3. Dersom meningen var å endre en fastslått regel om klageadgang, er det naturlig at lovforarbeidene uttrykkelig nevnte dette, hvilket ikke er gjort. At bestemmelsen om vilkårene for selskapets søknad om strykning nå er presisert i børsens løpende forpliktelser pkt. 15.1, se nærmere punkt 4.3 under, tilsier heller ikke noen endring. Selv om klagers synspunkter etter omstendighetene kan ha gode grunner for seg, må aksjonærenes interesser anses ivaretatt gjennom de alminnelige selskapsrettslige regler. Børsen er av den oppfatning at Børsklagenemndens konklusjon om manglende klageinteresse for aksjonærer i strykningssaker fremdeles er gjeldende."*

Børsstyret uttaler deretter at det prinsipielt mener at klagen skal avvises, men for det tilfellet at saken realitetsbehandles, har børsen subsidiært vurdert strykningsspørsmålet på nytt ut fra klagen og selskapets merknader.

Børsstyret drøfter i den forbindelse klagernes anførsel om at børsloven § 25 første ledd annet punktum innebærer en realitetsendring sammenlignet med tidligere regler. Klagerne har anført at det nå først skal vurderes om det foreligger "særlige grunner" som tilsier strykning, og dersom dette er tilfelle, skal det deretter vurderes om strykning kan ventes å medføre vesentlig ulempe for aksjonærene. Børsstyret viser i den sammenheng til NOU 2003:6 [som må antas å være feilskrift for NOU 2006:3] punkt 7.2.3, hvorfra følgende siteres i vedtaket:

*"Unntaket fra suspensjons/strykningsadgangen, dvs. hvor "such a step would be likely to cause significant damage to investors' interest or the orderly functioning of the market", foreslås gjennomført i ny § 2-22 [som tilsvarer nåværende børslov § 25(1), børsens merknad] første ledd annet punktum. Vilåret savner i dag sitt eksplisitte motstykke i børsloven. Hensynet til investorer og markedets funksjon, må likevel antas å være del av vurderingen "særlige grunner".*

Børsstyret viser også til praksis etter endringen i børsloven § 25 første ledd annet punktum, jf. Børsklagenemndens uttalelse i sak nr. 3/2009 vedrørende Namsos Trafikkselskap, der følgende fremgår:

*"Børsens skjønnsutøvelse i tidligere saker har relevans dels som forvaltningspraksis og dels som eksempel på den interesseavveining Børsklagenemnden skal foreta."*

Videre nevner børssstyret at bestemmelsen om at generalforsamlingen skal involveres ved søknad om strykning, fremgår av børsens Løpende forpliktelser § 15.1 fjerde ledd. Børssstyret uttaler også at børsloven § 25 første ledd anses å gjennomføre MiFID (direktiv 2004/39/EF) art. 41, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 10.2.5.

Børssstyret kan ikke se at det er lagt for liten vekt på de ulemper strykning vil medføre for minoritetsaksjonærene. Børssstyret kan heller ikke se at de argumenter klagerne fremsetter endrer konklusjonen i børsens vedtak om strykning 30. september 2009. Børssstyret viser til vurderingen i strykningsvedtaket.

I strykningsvedtaket 30. september 2009 har børsen lagt til grunn at Norman ikke lenger oppfyller børsens vilkår eller regler. Børsen uttaler i vedtaket 30. september 2009:

*"Som angitt over, må imidlertid de forhold som tilsier strykning holdes opp mot de ulemper dette vil ha for aksjonærene og markedet, samt øvrige relevante forhold".*

Børsen redegjør videre i strykningsvedtaket 30. september 2009 for praksis i saker om strykning. Deretter går børsen over til den konkrete vurderingen av spørsmålet om strykning av aksjene i Norman, og drøfter relevante momenter som hensynet til investorbeskyttelse, muligheten for å innhente ny kapital, aksjens likviditet, det pliktige tilbudet fra Ola Holding AS mv. Børssstyret uttaler at ingen tidligere saker behandlet av børsen er direkte parallelle med foreliggende sak. Børssstyret uttaler også:

*"Etter børsens vurdering er dette klart et grensetilfelle..."*

*"Etter en totalvurdering har børsen falt ned på at søknaden om strykning innvilges".*

Avslutningsvis i vedtaket 28. oktober 2009 behandler børssstyret klagerens anmodning om utsatt iverksettelse. Børssstyret redegjør for forståelsen av bestemmelsen i forvaltningsloven § 42, og uttaler deretter:

*"Børsen antar at selskapet vil kunne tas opp til notering igjen uten store kostnader eller byrder dersom vedtaket blir omgjort og strykning nektet. På bakgrunn av Børsklagenemndens klare avgjørelser knyttet til avvisning finner børsen det lite sannsynlig at klager vil nå frem med en klage over avvisningsspørsmålet. Børsen er på denne bakgrunn kommet til at vedtaket ikke gis oppsettende virkning".*

Konklusjonen i børssstyrets vedtak 28. oktober 2009 er gjengitt ovenfor under pkt. 1, og det vises til gjengivelsen der.

I vedtak 25. november 2009 redegjør børssstyret først for sakens bakgrunn og for klagen fra minoritetsaksjonærene.

Deretter følger børssstyrets merknader til klagen. Når det gjelder spørsmålet om avvisning, viser børssstyret til sin vurdering i vedtak 28. oktober 2009. Børssstyret uttaler for øvrig:

*"Det er riktig som klagerne påpeker at aksjonærene har en annen interesse i forhold til et strykningsspørsmål enn i en opptaksvurdering. Disse hensyn er imidlertid hensyntatt i at selskapets søknad om strykning stiller krav om kvalifisert flertall på generalforsamling hvilket søknad om notering ikke gjør. Videre er dette del av den interesseavveining børsen skal foreta. Det gjør imidlertid ikke at dette selskapsrettslige spørsmålet flyttes fra selskapets til børsens organer gjennom klagerett".*

Når det gjelder spørsmål om saksomkostninger, viser børsstyret til børsforskriften (forskrift 29. juni 2007 nr. 875) § 38 annet punktum. Børsstyret uttaler videre:

*“Selv om adgangen til å pålegge klagerne å dekke Børsklagenemndens utgifter ikke benyttes ofte er det børsens vurdering at det i denne saken vil kunne være riktig å ilegge saksomkostninger etter børsforskriften § 38 annet pkt. Børsen vil avvente Børsklagenemndens behandling før det eventuelt treffes beslutning om dette”.*

6 Klagerne har i hovedsak anført følgende

#### 6.1 Avvisning

Klagerne mener det er klart at aksjonærene må anses å ha “rettslig interesse” i saker om strykning, jf. forvaltningsloven § 28, og at klagen derfor ikke kan avvises.

Bestemmelsen om strykning ble endret ved gjeldende børslov i 2007, ved at det nå blant annet fremgår direkte av ordlyden i børsloven § 25 første ledd annet punktum at børsen ikke kan stryke aksjene til et selskap, hvis strykning kan ventes å medføre vesentlig ulempe for aksjonærene. Verken børsen eller Børsklagenemnden har tatt stilling til aksjonærenes klageinteresse i strykningssaker etter at denne lovendringen trådte i kraft.

Børsstyrets begrunnelse i vedtak 1/93 vedrørende UNI Storebrand AS anses som lite treffende etter lovendringen i 2007. Klagerne begrunner dette blant annet med følgende:

- Det ikke lenger treffende å hevde at “noteringen er en sak mellom selskapet – ved deres organer – og børsen”. Børsloven § 25 første ledd annet punktum viser at lovgiver mener at minoritetsaksjonærenes interesser i noteringen kan være så sterke at de skal gis avgjørende betydning.
- Det er heller ikke et treffende argument mot klagerett at “den enkelte aksjonærs syn på strykning kan være svært forskjellig”. Børsloven § 25 første ledd annet punktum fastsetter nettopp at det skal foretas en generell vurdering av om strykning kan ventes å medføre vesentlig ulempe for aksjonærene, uavhengig av om aksjonærenes interesser kan være forskjellige.
- I strykningssaker vil det ofte være sterke interessemotsetninger. Det er ikke lenger holdbart å argumentere med at selskapets/styrets prinsipale oppgave er å ivareta aksjonærenes interesser. Børsloven § 25 første ledd annet punktum viser at det ikke kan forventes at selskapet/styret ivaretar minoritetsaksjonærenes interesser i en sak om strykning.
- En kanalisering av klagerett fra aksjonær til selskap ut fra representasjonshensyn blir meningsløs i en situasjon hvor selskapet/styret/hovedaksjonær og minoritetsaksjonærene har klart motstridende interesser.
- I vedtak 1/93 hevdet børsstyret at “Børsloven har ... uttrykkelig tatt standpunkt til hvordan uenighet blant aksjonærene i et slikt spørsmål skal håndteres. Det rimer dårlig med dette om et misfornøyd mindretall skal kunne omgå et slikt lovlig vedtatt uttrykk for selskapets holdning, ved å påklage et vedtak fra børsstyret som etterkommer søknaden om strykning”. Dette er direkte galt etter gjeldende børslov § 25 første ledd annet punktum, der det fremgår at strykning ikke kan skje hvis den kan ventes å medføre vesentlig ulempe for minoritetsaksjonærene.
- De praktiske hensyn som børsstyret viste til i vedtak 1/93, er neppe relevante i dag. Blant annet må frykten for et betydelig antall klager anses å være fullstendig ubegrunnet.

Det er ingen tvil om at aksjonærene i selskapet både har vesentlig aktuell interesse i vedtaket og en sterk tilknytning til saken. Videre får vedtaket rettslige og faktiske virkninger for aksjonærene, blant annet i form av redusert omsetningsmulighet for aksjene.



Børsstyrets uttalelse i vedtak 28. oktober 2009 om at "aksjonærenes interesse (må) anses ivaretatt gjennom de alminnelige selskapsrettslige reglene", er vanskelig å forstå. "De alminnelige selskapsrettslige reglene" innebærer ingen beskyttelse av minoritetsaksjonærenes interesser i strykningssaker hvor en dominerende hovedaksjonær initierer strykningssaken gjennom generalforsamlingsvedtak med 2/3 flertall. Minoritetsaksjonærenes interesser i slike saker kan bare ivaretas gjennom børsens og Børsklagenemndens vurdering av om søknaden om strykning skal imøtekommes/avslås.

Sammenligningen i Børsklagenemndens sak nr. 1/93 med manglende rettslig klageinteresse ved spørsmål om opptak til børsnotering, er lite treffende. Når selskapet først har blitt børsnotert, har investorer kjøpt aksjer i selskapet i tillit til at selskapet fortsatt skal være børsnotert, og aksjonærene har en betydelig sterkere faktisk interesse i å opprettholde en børsnotering enn det som er tilfelle ved søknad om opptak til notering.

Det at forarbeidene til børsloven 2007 er tause om aksjonærenes klagerett ved strykning, kan ikke være et argument mot klagerett.

## 6.2 Strykning

Når det gjelder det materielle spørsmålet om strykning, mener klagerne at børsens vedtak må omgjøres fordi børsen har lagt feil rettsanvendelse og skjønnsutøvelse til grunn.

Klagerne viser til børsloven § 25 første ledd annet punktum, der det fremgår direkte at regulert marked ikke kan suspendere eller stryke et finansielt instrument "hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon". Bestemmelsen er ny ved børsloven 2007, og gjennomfører rådsdirektiv 2004/39/EF.

Børsstyret synes ikke fullt ut å ha et riktig utgangspunkt for den skjønnsutøvelsen som skal foretas, når det hevdes at det må foretas en avveining av de ulike hensyn. Etter lovens ordlyd skal det foretas en totalvurdering, hvor det først vurderes om selskapet ikke lenger tilfredsstillende det regulerte markedes vilkår eller regler, eller særlige grunner for øvrig tilsier strykning. Hvis dette er tilfelle, skal det deretter vurderes om strykning kan ventes å medføre vesentlig ulempe for aksjonærene. Når det er slik at strykning kan ventes å medføre vesentlig ulempe for aksjonærene, er det ikke hjemmel til å beslutte strykning. Etter klagers oppfatning er det ikke lenger slik at hensynet til minoritetsaksjonærene bare utgjør et av flere hensyn som skal avveies mot hverandre. Børsens misforståelse av utgangspunktet innebærer etter klagerens oppfatning at børsen har lagt for stor vekt på tidligere børspraksis.

Når det gjelder den konkrete vurderingen børsen skal foreta, er det riktig at Norman ASA ikke oppfyller alle børsens regler og vilkår, og at vilkårene for strykning etter børsloven § 25 første ledd første punktum dermed i utgangspunktet er oppfylt. Etter klagerens syn er det imidlertid ikke tvil om at strykning kan ventes å medføre vesentlig ulempe for minoritetsaksjonærene i selskapet, slik at børsen er forhindret fra å stryke aksjene etter børsloven § 25 første ledd annet punktum. Klagerne anfører i hovedsak følgende forhold til støtte for sitt syn på dette punkt:

- Minoritetsaksjonærenes standpunkt - av de 16 minoritetsaksjonærer som møtte på generalforsamlingen der vedtak om å søke om strykning ble fattet, stemte 15 mot strykning. Det er ikke relevant at et betydelig antall aksjonærer unnlot å møte, jf. børsens vedtak 27. august 2009 vedrørende Namsos Trafikkselskap ASA. Det er grunn til å tro at tilnærmet alle minoritetsaksjonærer i Norman ønsker fortsatt børsnotering.

- Antall minoritetsaksjonærer og mulighet for handel i aksjen – Selskapet har et betydelig antall minoritetsaksjonærer (rundt 350 stk). Disse har investert i tillit til at selskapet skal være børsnotert. Likviditeten i aksjene har ikke vært lav sammenlignet med andre selskapet hvor børsen har vurdert strykning, og minoritetsaksjonærene i Norman har hatt en reell omsetningsmulighet for sine aksjer. Strykning innebærer at minoritetsaksjonærenes mulighet for å omsette sine aksjer svekkes betydelig. I praksis vil de neppe ha annet valg enn å selge til hovedaksjonæren, på betingelser som sistnevnte dikterer. Strykning vil derfor medføre en direkte reduksjon i minoritetsaksjonærenes verdier.
- Reduksjon i beskyttelsen av minoritetsaksjonærene – Strykning innebærer at minoritetsaksjonærene vil miste den beskyttelsen som ligger i verdipapirhandellovgivningens regler om informasjonsplikt, rapportering, likebehandling, meldeplikt og flaggeplikt. Dette vil skje i en situasjon der behovet for beskyttelse er på sitt sterkeste, med en dominerende aksjonær. Ulempene kunne vært redusert noe dersom det hadde blitt lagt til rette for handel på Fondsmeglerforbundets A-liste, noe hovedaksjonæren ikke har gjort.
- Mangel på reell exit-mulighet – Minoritetsaksjonærene har ikke fått noen reell mulighet til å selge seg ut. Det pliktige tilbudet ble kun akseptert for 3,91 prosent av det totale antall aksjer i selskapet, og kan ikke tillegges vekt. Strykning vil videre medføre ytterligere ulemper for minoritetsaksjonærene, herunder at det blir vanskeligere å innhente ny kapital til selskapet og at likviditeten til aksjene vil svekkes.

En totalvurdering av de nevnte forhold tilsier klart at strykning kan ventes å medføre vesentlig ulempe for aksjonærene, og at søknaden derfor må avslås.

Det er ingen tidligere saker som er direkte parallelle med foreliggende sak, noe børsstyret selv påpeker.

Dersom strykning aksepteres i en sak som denne, må det antas at minoritetsaksjonærer fremover i enda større grad enn i dag, vil kunne føle seg tvunget til å akseptere ufordelaktige overtakelsestilbud.

## 7 Merknader fra Norman ASA

Norman v/advokat Knut Bergo i advokatfirmaet Wiersholm, Mellbye & Bech mener børsens vedtak er riktig.

### 7.1 Avvisning

Selskapet anfører prinsipalt at klagen må avvises på grunn av manglende rettslig klageinteresse. Norman har i e-post 13. november 2009 vist til børsens vedtak om avvisning som grunnlag for selskapets syn om at klagen skal avvises. Det vises derfor til redegjørelsen for børsens vedtak vedrørende spørsmålet om avvisning ovenfor under pkt. 5.

### 7.2 Strykning

Subsidiært, dersom Børsklagenemnden skulle komme til at klagerne har rettslig klageinteresse, anfører selskapet at børsens vedtak om strykning må opprettholdes, da det verken foreligger feil ved børsens rettanvendelse eller skjønnsutøvelse.

Selskapet er ikke enig med klagerne i at børsen har gjort feil i rettsanvendelsen ved at børsen har foretatt en interesseavveining. Selv om bestemmelsen i børsloven § 25 første ledd annet punktum savnet et eksplisitt motstykke i tidligere børslov, var den likevel en del av regelverket. I den forbindelse viser selskapet blant annet til Norsk Lovkommentar,

note 52 til børsloven § 25 første ledd. Klagerne siterer også fra forarbeidene til børsloven (NOU 2006:3 pkt. 7.2.3 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 10.2.5 tredje avsnitt), der det fremgår at bestemmelsen i børsloven § 25 første ledd ikke innebærer noen realitetsendring.

Praksis fra børsen og Børsklagenemnden knyttet til børsloven § 25 første ledd viser at strykningsspørsmål har blitt avgjort etter en interesseavveining, jf. for eksempel Børsklagenemndens sak nr. 3/2009 vedrørende Namsos Trafikkselskap ASA.

Norman mener at både lovens ordlyd, forarbeidene, MiFID art. 41 og praksis fra børsen og Børsklagenemnden underbygger at gjeldende strykingsregler gir anvisning på en interesseavveining, og ikke på en oppdelt totrinnsvurdering.

Når det gjelder børsens skjønnsutøvelse, kan selskapet ikke se at det foreligger feil ved denne. Selskapet er ikke enig i klagerens anførsel om at børsen har misforstått det rettslige utgangspunktet. Selskapet viser for øvrig til sin søknad om strykning, samt børsens vedtak om strykning. I selskapets søknad om strykning ble blant annet følgende forhold fremhevet til støtte for at selskapets aksjer skulle strykes fra børsnotering:

- De protesterende minoritetsaksjonærene utgjør kun 12,6 prosent av aksjene, og deres aksjer er fordelt på selskaper som i overveiende grad kontrolleres av en og samme aksjonær.
- Likviditeten i aksjen har vært meget begrenset.
- Hensynet til å opprettholde rapporteringen fra selskapet kan vanskelig anses som relevant i vurderingen av om selskapet er egnet for fortsatt notering eller ikke.
- Det fremstår som klart at aksjen ikke vil oppfylle kravene til fortsatt notering.
- Samtlige aksjonærer har blitt forelagt et pliktig tilbud om kjøp av aksjene, som må anses som rimelig.
- Ingen minoritetsaksjonærer vil være forhindret fra å investere i unoterte aksjer.
- Minoritetsaksjonærene er beskyttet av allmennaksjeloven, noe som må være tilstrekkelig. Det store flertallet av norske aksjonærer er tross alt regulert og beskyttet av dette regelverket.

## 8 Børsklagenemndens vurdering

Minoritetsaksjonærene klaget den 14. oktober 2009 først over børsens strykingsvedtak. På bakgrunn av børsens merknad til klager og selskapet om mulig avvisning av klagen på grunn av manglende rettslig interesse, fremkom klager med anførsler knyttet til avvisningsspørsmålet i brev av 22. oktober 2009. Da klagen ble avvist ved Børsens vedtak av 28. oktober 2009, ble avvisningen påklaget i brev av 11. november 2009, hvor det ble gitt en utdyping av anførselen om at klager har rettslig interesse og derfor må ha adgang til å påklage strykingsvedtaket.

Børsen begrunner sitt avvisningsvedtak med Børsklagenemndens tidligere klagepraksis, først fastslått i sak 1/93 og deretter stadfestet i sak 2/96 som ble behandlet på nytt i sak 4/97.

I sak 1/93 mente Børsklagenemnden at klagen måtte avvises, idet klagerne ikke hadde rettslig klageinteresse i å få overprøvet strykingsvedtaket. Børsklagenemnden sa seg enig i børsstyrets begrunnelse, som igjen baserte seg på børsdirektørens innstilling. Denne inneholdt en utførlig drøftelse av spørsmålet om klagerett for aksjonærene. Klagerne viste i den saken også til at et strykingsvedtak er av direkte betydning for deres rettsstilling som aksjonærer, at strykingsbestemmelsen er utformet med sikte på å ivareta også aksjonærenes interesser, og at aksjonærene har både behov og plausible grunner for å kunne få avgjørelsen overprøvet gjennom klage. I innstillingen slår børsdirektøren fast at aksjonærenes klagerett ikke tidligere kunne ses å ha vært prinsipielt avklart i praksis. Det trekkes så frem argumenter for og mot at

enkeltaksjonærer skal ha klagerett i denne type saker, og innstillingen konkluderer med at det ikke kan være noen generell rett for aksjonærer til å påklage strykingsvedtak.

Børsklagenemnden nøyde seg i saken for egen del med å påpeke at en generell klagerett for aksjonærer eller grupper av aksjonærer vil harmonere dårlig med den ordning loven ellers bygger på, hvor strykingsvedtak retter seg direkte mot selskapet, slik også børsnotering er et selskapsanliggende. Nemnden sluttet seg ellers til børsdirektørens og børsstyrets begrunnelse for at minoritetsaksjonærene ikke kunne ha noen selvstendig klagerett.

Det Børsklagenemnden først vil ta stilling til i nærværende sak, er om spørsmålet om rettslig interesse etter forvaltningsloven § 28 stiller seg annerledes etter endringen i børsloven § 25 i 2007, hvor det nå er tatt inn direkte i lovtekstens første ledd, annet punktum at strykning ikke kan finne sted hvis denne kan "ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne". Klagerne mener at dette må medføre at aksjonærene hver for seg har rettslig interesse.

Det første spørsmål som reiser seg er om lovendringen i 2007 medførte noen realitetsendring i rettsstilstanden. De tidligere bestemmelser som regulerte strykning, fantes i § 4-10 i børsloven av 1988. I forarbeidene behandles det å stryke et selskap fra notering etter anmodning fra selskapet, av lovkomitéen i NOU 1985:33. Her siteres på side 70 et innspill fra Oslo Børs:

*"Oslo Børs mener imidlertid at en anmodning om strykning fra foretaket selv ikke automatisk skal imøtekommes. I slike tilfelle bør avgjørelsen skje på grunnlag av skjønn hvor også hensynet til minoritetsaksjonærer veier tungt."*

Dette gir utvalget sin tilslutning til i merknadene til bestemmelsen på side 118:

*"Det heter i bestemmelsen at børsstyret kan beslutte strykning. Dette innebærer at spørsmålet om et verdipapir skal strykes fra børsnotering er en skjønnsmessig avgjørelse. Ved vurderingene må det foretas en helhetsvurdering hvor det også tas i betraktning eventuelle uheldige virkninger som en strykning vil kunne ha for innehaverne av verdipapiret, for ansatte i foretaket og for samfunnet generelt."*

Departementet gir også sin tilslutning til dette. Departementet foreslo dessuten, etter forslag i høringsrunden, at kravet om behandling av strykingsanmodningen på generalforsamling med 2/3 flertall, skulle tas inn i lovteksten. Dette hadde tidligere stått i børsreglementet § 24.1. Departementet uttaler om dette i Ot. prp. nr. 83 (1986-87) side 107:

*"Departementet er enig med høringsinstansene i at et selskap for å kunne be seg strøket fra børsen må ha behandlet saken på generalforsamlingen. Departementet foreslår at dette lovfestes, og at beslutning om å anmode om strykning må fastsettes ved beslutning med flertall som for vedtektsendringer, jfr. aksjelovens § 9-14 første ledd, i tråd med Den norske Bankforenings forslag. Henvísningen til aksjeloven om vedtektsendringer innebærer at vedtektsfestede stemmerettsbegrensninger er uten betydning i forhold til kravet om kapitaltilslutning etter aksjelovens § 9-14 første ledd, jfr. aksjeloven § 9-3 annet ledd."*

Reglene ble beholdt stort sett materielt uforandret frem til endringen av børsloven i 2007, en endring som først og fremst hadde sin bakgrunn i gjennomføringen av MiFID i norsk rett. I lovutvalgets innstilling, NOU 2006:3 under pkt 7.2.3 på side 141 sies følgende om § 2-22 (1) (som uendret ble til lovens § 25 (1)):

*"Utvalget foreslår at ny § 2-22 første ledd viderefører gjeldende vilkår for suspensjon og strykning.[...]"*

*Unntaket fra suspensjons/strykningsadgangen, dvs. hvor "such a step would be likely to cause significant damage to the investors' interests or the orderly functioning of the market", foreslås gjennomført i ny § 2-22 første ledd annet punktum. Vilåret savner i dag sitt eksplisitte motstykke i børsloven. Hensynet til investorer og markedets funksjon, må likevel antas å være del av vurderingen "særlige grunner". Utvalget foreslår at direktivets ordlyd "orderly function" gjennomføres ved "markedets oppgaver og funksjon".*

Kravet til generalforsamlingsvedtak med 2/3 flertall for at selskapet selv skal kunne søke strykning, er tatt ut av lovteksten og igjen henvist til børsreglementet, hvor bestemmelsen nå fremgår av Løpende forpliktelser § 15.1 (4). Løpende forpliktelser er fastsatt i medhold av børsloven § 24 første ledd.

Hensynet til minoritetsaksjonærene har altså helt fra 1988 vært fremholdt som et hensyn som bør veie tungt i den helhetsvurdering børsen må foreta når den skal ta stilling til en søknad om strykning. At det samme nå fra 2007 er kommet eksplisitt til uttrykk i loven, endrer etter Børsklagenemndens oppfatning ikke rettstilstanden med hensyn til hvilken styrke dette hensyn skal tillegges. Det vises herunder også til uttalelsen i forarbeidene om en videreføring av gjeldende vilkår for strykning.

Det neste spørsmål er om situasjonen når det gjelder klagekompetanse er endret som følge av at det nå sies uttrykkelig i bestemmelsen at aksjene ikke kan strykes hvis dette blant annet "kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne[...]".

Klageretten vil fremdeles være avhengig av om enkeltaksjonærer kan sies å ha rettslig interesse i saken, jf. forvaltningsloven § 28. I Børsklagenemndens sak 1/93 ble det vist til at hele børslovens system bygger på at både notering og strykning er en sak mellom selskapet, ved dets organer, og børsen. Det kan her legges til at regelen om at generalforsamlingen må ha behandlet saken og 2/3 ha stemt for, før det kan fremmes noen søknad om strykning, viser at det stilles krav til selskapsrepresentasjonen for å få gjennomført et krav om strykning.

Det var intet sted i børsloven av 1988, forarbeidene til denne eller i endringsloven av 9. juni 1989 nr. 29 som innførte reglene om klagenemnd m.v., antydnet at enkeltaksjonærer skulle ha klagerett vedrørende disse spørsmål. Heller ikke ved innføringen av den nye børsloven av 2007 er det sagt noe om dette. På det tidspunkt forelå de tidligere avgjørelser fra Børsklagenemnden som ga uttrykk for at aksjonærene ikke hadde klagerett etter et vedtak om strykning, og dette standpunktet må antas å ha vært kjent for lovutvalget og departementet under arbeidet med den nye børsloven. Det at et såpass viktig spørsmål ikke er kommentert, taler for at det ikke kan ha vært lovgivers intensjon med en slik klagerett i første omgang, og heller ikke kan ha vært intensjonen å endre rettstilstanden på dette punkt med den nye børsloven.

Børsklagenemnden vil også i denne omgang vise til den sparsomme teori som finnes på området, og som ble trukket frem i sak 1/93, Per Christiansens artikkel i Lov og Rett 1989 side 148 følgende, Inge Lorange Backer, Rettslig interesse (1984) side 151-152 og Lovavdelingens uttalelse jnr. 1430/81 E. De to siste dreier seg om enkeltindividets klagerett i forhold til organisasjoner og borettslag, og hvor det gis uttrykk for at rettslig interesse bør tolkes slik at klageretten kanaliseres ut fra representasjonshensyn.

Selv om enkeltaksjonærer kan ha andre holdninger og interesser enn selskapets organer, må de anses bundet av selskapsorganenes og eventuelt flertallets beslutninger i samsvar med de regler i aksjelovgivningen som ellers gjelder for slike konflikter. Minoritetsaksjonærenes interesser ivaretas også gjennom reglene om anfektelsessøksmål, jf. allmennaksjeloven § 5-22.

Som nevnt skal en søknad om strykning behandles på generalforsamling i selskapet og kan vedtas mot minoritetens ønske hvis den får flertall som for vedtektsendringer. Det

kan hevdes at man derved har tatt standpunkt til hvordan uenighet blant aksjonærene i et slikt spørsmål skal håndteres. Børsklagenemnden er fortsatt av den oppfatning at det vil rime dårlig med dette om et misfornøyd mindretall skulle kunne omgå et slikt lovlig vedtatt uttrykk for selskapets holdning, ved å påklage et vedtak fra børsstyret som etterkommer søknaden om strykning. At børsen i sin skjønnsmessige avveining av om strykningsanmodningen skal etterkommes, også plikter å ta hensyn til eiernes interesser, innebærer ikke noen automatikk i at minoritetsaksjonærene hver for seg eller samlet skal anses for å ha rettslig klageinteresse. Snarere tvert i mot kan man si at dette hensyn er viktig og pålagt nettopp fordi minoritetsaksjonærene ikke har selvstendige rettigheter i forholdet til spørsmålet om strykning, etter at saken har oppnådd tilstrekkelig flertall på selskapets generalforsamling.

Det er også et poeng for Børsklagenemnden at løsningen med klagerett etter et vedtak om strykning er den samme, uavhengig av om strykningen foretas etter søknad fra selskapet, eller av børsen på eget tiltak.

Børsklagenemnden slutter seg derfor til børsens vedtak om at klagen fra minoritetsaksjonærene over strykningsvedtaket må avvises. Nemnden finner da ingen grunn til å gå inn på realiteten når det gjelder strykningsvedtaket.

Børsklagenemnden traff deretter slikt enstemmig

vedtak:

Oslo Børs' vedtak av 28. oktober 2009 om avvisning av klage over strykningsvedtak vedrørende aksjene i Norman ASA, stadfestes.

#### **4.2.5 Strykning av Norman ASA (børsstyrevedtak 30.9.2009)**

(Utdrag)

6 Børsens vurdering

6.1 Utgangspunkt

Grunnlaget for å vurdere strykning av Normans aksjer fra notering på Oslo Børs er generalforsamlingens vedtak om å søke aksjene strøket fra notering, jf. løpende forpliktelser pkt. 15.1 fjerde ledd.

I tidligere praksis la Oslo Børs med basis i forarbeidene til børslovene av 1988 og 2000 til grunn at en søknad om strykning ikke automatisk ble innvilget, men at det måtte foretas en avveining av de hensyn som taler for strykning (manglende oppfyllelse av opptaksvilkår) mot minoritetsaksjonærenes interesser i fortsatt notering, jf. eksempelvis Vedtak og uttalelser 2004 s. 63 (på s. 66).

Etter gjeldende børslov fremkommer det direkte av ordlyden at det før et selskap strykes må foretas en avveining mot de ulemper en strykning vil medføre for aksjeeierne, jf. børsloven § 25 første ledd som sitert i pkt. 4 over. Grunnlaget for strykning er etter bestemmelsen at aksjene ikke lenger "tilfredsstillende det regulerte markedets vilkår eller regler eller særlige grunner for øvrig tilsier det".

Den særskilte bestemmelse om strykning etter søknad i børsforskriften av 1994 er ikke videreført i gjeldende børslov eller børsforskrift, men følger av løpende forpliktelser pkt. 15.1 fjerde ledd. Søknader om strykning må således avgjøres i tråd med prinsippene oppstilt i børsloven § 25 første ledd.

Blant tidligere strykningssaker behandlet av børsen nevnes Kosmos ASA (30. april 1991), Iby Eiendom ASA (Vedtak og uttalelser 1999 s. 34), Sydvaranger ASA (2000 s. 38), Jøtul

ASA (2002 s. 13), Kristiansand Dyrepark ASA (2004 s. 63) og Fosen ASA (8. januar 2009), samt Børsklagenemndens sak 2/2003 vedrørende OHI ASA (2003 s. 50) og Børsklagenemndens sak 3/2009 vedrørende Namsos Trafikkselskap ASA.

## 6.2 Manglende oppfyllelse av børsens regler og vilkår

Selskaper anfører at det er 81 børsposteiere, mens de protesterende aksjonærene hevder selskapet hadde 141 børsposteiere per generalforsamlingstidspunktet. Børsen finner imidlertid at det var 81 børsposteiere per tidspunkt for generalforsamlingen 2. september, som fremkommer ved registrering i VPS per 7. september. Denne beregningen er gjort basert på at én børspost utgjorde 500 aksjer per generalforsamlingstidspunktet og normal oppgjørssyklus T+3. Det reelle antall børsposteiere kan imidlertid være noe høyere som følge av at det er registrert 10 forvalterkonti i selskapets aksjonærregister, dog hovedsakelig med mindre eierposter. Børsen finner å kunne legge til grunn at antallet reelle børsposteiere utgjør 80-90 stykker. På denne bakgrunn legger børsen til grunn at selskapet ikke på langt nær tilfredsstillende opptaksreglens krav til at aksjene skal være spredt blant minst 500 børsposteiere.

Det pliktige tilbudet ble fremsatt ved godkjenning av tilbudsdokumentet 6. juli 2009. I perioden 1. januar 2009 til og med 3. juli 2009 er det registrert 166 handler i børsens handelssystem, hvorav 155 er offisielle handler (sistnevnte er i all hovedsak "auto match" handler). Det ble i nevnte periode omsatt aksjer i totalt 45 av 125 handelsdager. Dog var det stilt både kjøper og selgerkurser i samtlige handelsdager. Det var imidlertid en betydelig "bid-ask spread" (typisk fra 10-25 %) frem til 9. juni hvor Ola Holding AS første gang kunngjorde sin intensjon om å fremsette tilbudet. I perioden 9. juni til og med 3. juli tok likviditeten seg opp og "bid-ask spread" krympet (til typisk 1-5 %). Etter at Ola Holding AS annonserte resultatet av det pliktige tilbudet den 20. august 2009, er likviditeten i Norman aksjen blitt svekket. I perioden fom. 21. august 2009 til og med 20. september 2009 er det registrert 10 handler i børsens handelssystem, hvorav 6 er offisielle handler. Det var handlet aksjer over børs i 6 av 21 handelsdager i den nevnte perioden. Bid-ask spread lå rimelig stabilt på i overkant av 15 %. Totalt sett er Norman aksjen omsatt over børs 66 av 180 handelsdager i 2009 (per 20. september 2009). Samlet sett må likviditeten i selskapets aksjer anses som relativt lav. På bakgrunn av Ola Holding AS' dominerende eierposisjon, det lave antallet børsposteiere og prosentmessig liten fri flyt (15 %) er det videre rimelig å anta at omsetningen av selskapets aksjer vil forbli liten.

Børskursen har det siste året ligget i intervallet fra ca. NOK 21 til NOK 29, tilsvarende en markedsverdi varierende fra ca. MNOK 206 til MNOK 284, altså under opptaksvilkåret på Oslo Børs om en markedsverdi på NOK 300 millioner, men innenfor opptakskravet på Oslo Axess (NOK 8 millioner).

På bakgrunn av krav om 25 % spredning av aksjene (Opptaksreglens pkt 2.4.1), krav om 500 børsposteiere (Opptaksreglens pkt 2.4.2) og markedsverdi (Opptaksreglens pkt 2.2.1) ville selskapet per i dag ikke kvalifisert for opptak til notering på Oslo Børs. Selskapet ville, med hensyn til de to førstnevnte opptakskrav, heller ikke tilfredsstillende krav for opptak til notering på Oslo Axess (hhv. 25% spredning og 100 børsposteiere).

## 6.3 Interesseavveiningen

### 6.3.1 Utgangspunkt

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

### 6.3.2 Tidligere saker

I saken vedrørende Kosmos AS (vedtak 30. april 1991) ble strykning nektet til tross for at selskapets generalforsamling hadde vedtatt å sende slik søknad med 88 % mot 12 % av stemmene. Samtlige tilstedeværende minoritetsaksjonærer stemte mot strykning, men antallet minoritetsaksjonærer tilstede er ikke opplyst i vedtaket. Hovedaksjonærene hadde en eierandel på 84,8 %, mens minoritetens aksjer var fordelt mellom én aksjonær med 11,6 % og 5.705 aksjonærer med totalt 3,5 %. Antallet børsposteiere var 495, og selskapet tilfredstilte således ikke det dagjeldende opptakskrav til 500 børsposteiere. Dessuten oppfylte ikke styret i Kosmos kravene til uavhengighet i forhold til selskapets hovedaksjonærer. Børsstyret la til grunn at det med den gjeldende aksjonærstruktur ikke kunne forventes å bli en betydelig omsetning av selskapets aksjer, og at selskapet ikke tilfredstilte de formelle vilkår for opptak. Selskapet hadde imidlertid et betydelig antall aksjonærer, og ingen av de tilstedeværende minoritetsaksjonærene på generalforsamlingen hadde stemt for strykning. På denne bakgrunn fant børsstyret ikke å kunne imøtekomme søknaden.

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

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

Administrasjonen ved Oslo Børs vedtok 9. januar 2009 (Vedtak og uttalelser 2008 s. 26) å stryke Fosen ASA fra notering, under henvisning til at selskapet ikke tilfredstilte opptaksvilkåret om markedsverdi og at aksjen hadde svært lav likviditet. I generalforsamlingen ble 87,57 % av stemmene (13 aksjonærer) avlagt i favør av strykning, og 12,43 % (fem aksjonærer) i mot.

I Børsklagenemndens sak 3/2008 vedrørende Namsos Trafikkselskap ble børsens vedtak om å nekte strykning av selskapet stadfestet. Vedtaket om strykning ble vedtatt av generalforsamlingen med 72,1 % stemmer for strykning (fordelt på 141 aksjonærer) og 27,7 % stemmer mot strykning (fordelt på 45 aksjonærer). 186 av selskapets 1167 aksjonærer møtte på generalforsamlingen. Nemnden la vekt på at motstanden mot strykning var betydelig både målt i antall stemmer og antall hoder og at motstanden var atskillig større enn i sakene Kristiansand Dyrepark ASA og Fosen ASA.

Strykingspraksisen oppsummeres som følger:

<b>selskap</b>	<b>Avstemmingsresultat gen.fors. for/mot i %</b>	<b>Avstemmingsresultat gen.fors. for/mot i antall stemmer</b>	<b>ant. aksjonærer/ børsposteiere</b>	<b>aksjonær-sammen-setning</b>	<b>Forutgående tilbud/ ikke tilbud</b>	<b>Utfall</b>
Kosmos	88 / 12	alle min.aksj. tilstede stemte mot (tall mangler)	5707 / 495	To hov.aksj. 84,4%. Største min.aksj. 11,6%	tilbud	Nektet strøket
Jøtul	70,5/29,5		450/250	Hov.aksj. 66,7%. Største	tilbud	Nektet strøket



				min.aksj. 24%		
Kristian- sand Dyrepark	85 / 15	10 / 10	267 / 64	Hov.aksj. 81%. To største min.aksj. 13,7%	tilbud	strøket
Fosen Trafikksel- skap	87,6 / 12,4	13 / 5	672 børsposteiere	Hov.aksj. 74,5%. To største min.aksj. 13,7%	ikke tilbud, men del av fusjon	strøket
Namsos	72,1 / 27,7	186 / 45	1167 / 465		Ikke tilbud	Nektet strøket

### 6.3.3 Vurdering

Ved en strykning vil aksjonærene i selskapet miste den sikkerhet som ligger i verdipapirlovgivningens regler om informasjonsplikt, rapportering og likebehandling. Videre vil investorbekyttelse i form av flaggeplikt, meldeplikt, innsidereglene og tilbudsplikt falle bort. Man vil også miste det organiserte handelsapparat og gjennomlysning av handelen som børsen representerer. Det eksisterer imidlertid, i det minste i prinsippet, muligheter til omsetning av unoterte aksjer utenfor børs, som gjennom Fondsmeglerforbundets informasjonssystem med en viss gjennomlysning av transaksjoner, ordre og av selskapene. Det foreligger ikke opplysninger om selskapet har planer om å legge til rette for slik handel i selskapets aksjer.

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

For selskapets vedkommende vil også en strykning kunne medføre at det blir vanskeligere å innhente ny kapital. Børsnotering gjør som utgangspunkt et selskap mer attraktivt som investeringsobjekt. Videre vil strykning kunne medføre en ulempe for aksjonærene ved at likviditeten i aksjene svekkes. Dette vil kunne redusere omsetningsverdien av aksjene. Det faktum at likviditeten i selskapets aksjer allerede er svært lav medfører imidlertid at dette hensynet til har begrenset vekt i denne saken.

En del aksjonærer kan ha offentlige eller interne regler som forhindrer dem i å eie unoterte aksjer. Norman har opplyst at selskapet ikke kjenner til at man har aksjonærer som er forhindret fra å eie aksjer i selskapet dersom dette strykes fra notering. Børsen har ikke mottatt opplysninger som gir grunnlag for å overprøve denne vurderingen.

Blant de tilstedeværende minoritetsaksjonærer på den ordinære generalforsamlingen stemte 15 mot strykning og 2 for strykning. Målt i antall aksjonærer var det dermed overvekt av aksjonærer som stemte mot strykning. Antallet som stemte imot er likevel lavt i absolutte tall og lavt i forhold til antall aksjonærer i selskapet. Det vises her til opplysninger om at et betydelig antall aksjonærer (rundt 350 stk) som til sammen eier 2,6 %, hvorav maksimalt 70-80 børsposteiere, ikke deltok på generalforsamlingen. Det synes derfor ikke grunnlag for å hevde at det foreligger et sterkt og bredt engasjement mot strykning blant de små minoritetsaksjonærene.

Ingen tidligere saker behandlet av børsen er direkte parallelle med den foreliggende sak. Børsklagenemnden har bare prøvet én strykningssak etter søknad, og her var motstanden mot strykning større.

Til forskjell fra til Jøtul-saken og Namsos-saken er motstanden mot strykning i foreliggende sak langt lavere målt i antall stemmer, og også antall aksjonærer hva gjelder Namsos-saken.

I Kosmos-saken var den prosentvise andel av stemmene for og imot strykning sammenliknbar med herværende sak. Et likhetstrekk er at det i praksis er også at det i praksis er tilnærmet bare hovedaksjonær som stemmer for. Selskapet hadde imidlertid et langt høyere antall aksjonærer, både i antall børsposteiere og for øvrig. Herunder var kravet til antall børsposteiere så å si oppfylt gjennom 495 børsposteiere. Grunnlaget for forventet fremtidig omsetning i aksjen var således klart bedre.

Saken har sterke likhetstrekk med børsstyrets sak vedrørende Kristiansand Dyrepark ASA, samt saken vedrørende Fosen ASA. En forskjell er imidlertid at det i disse sakene i antall var flere enn hovedaksjonær(ene) som stemte for strykning.

Selv om likviditeten i selskapets aksjer har vært relativt lav, har den vært noe høyere enn hva gjaldt i tilsvarende sak for Kristiansand Dyrepark (18 handledager forutgående år, 8 av 90 handledager siste 5 mnd før strykning) og i Fosen (24 av 221 handledager frem til strykning). Totalt sett er Norman-aksjen omsatt over børs 66 av 180 handelsdager i 2009 (per 20. september 2009), jf. pkt 6.2 over. Basert på dagens eierstruktur, med én dominerende eier og et beskjedent antall børsposteiere, er det dog rimelig å anta at likviditeten vil holde seg svært lav. Likviditeten i seg selv vil imidlertid ikke ha stor vekt.

Børsen viser videre til at minoritetsaksjonærene, gjennom det nylig gjennomførte tilbudet fra Ola Holding AS, har hatt mulighet til å selge seg ut av Norman. De habile styremedlemmene i Norman anbefalte aksjonærene å akseptere tilbudet, og Alpha Corporate Finance AS omtalte tilbudsprisen som "fair". Antall aksepter var imidlertid kun tilsvarende 383.291 aksjer, hvilket utgjorde 3,91 % av det totale antallet utstedte aksjer i Norman, jf. børs melding fra selskapet etter tilbudsperiodens utløp 20. august 2009. Som følge av at flertallet (målt i antall aksjer) av minoritetsaksjonærene ikke synes å ha vurdert tilbudet som attraktivt, vil det forutgående tilbudet måtte tillegges begrenset vekt i vurderingen av strykningsspørsmålet. Det underbygges også av at aksjonærflertallet utgjøres av tilbyder hvor tre av Normans styremedlemmer er aksjonærer etter å ha avhendet sine Norman-aksjer til tilbyder forut for tilbudet.

Børsens strykningssakspraksis vil også utgjøre en del av dynamikken i overtagelsestilbud: Frykten for å bli liten eier i en unotert aksje kan motivere aksjonærer til å akseptere tilbud de ellers ikke er tilfreds med. Generelt er dette ofte et vesentlig moment i styrenes anbefaling av overtagelsestilbudet, hvilket også de habile styremedlemmer i Norman påpekte i sin uttalelse om tilbudet. Dersom børsen er tilbakeholden med å akseptere strykning vil altså akseptgraden kunne gå ned, og full avnotering kreve høyere pris. Samtidig vil en restriktiv strykningssakspraksis kunne gi en minoritet over 10% en sterk forhandlingssituasjon.

Den meget konkrete og skjønnsmessige vurderingen gjør det lite forutsigbart for både morselskap/tilbyder og minoritet. Det kunne være et argument for at man i overtagelsestiltak generelt burde kreve 90% eierskap der det er reell motstand mot strykning hos minoritetsaksjonærene. I denne saken er det imidlertid tatt utgangspunkt i de interesseavveininger som har vært i praksis.

Etter børsens vurdering er dette klart et grensetilfelle. I prosenter for/mot ligner saken på Kosmos hvor strykning ble nektet, men Kosmos hadde et stort antall aksjonærer. I stemmetall og aksjonærsammensetning ligner den kanskje mer på Kristiansand Dyrepark ASA, men der var det tross alt flere enn hovedaksjonæren som stemte for strykning basert på argumentasjon om kostnadene ved notering.

Etter en totalvurdering har børsen falt ned på at søknaden om strykning innvilges.

I tråd med løpende forpliktelser pkt. 15.1 syvende ledd og børsens praksis settes iverksettelsestidspunktet noe frem i tid for å gi aksjonærene rimelig tid til å innrette seg på at aksjene ikke lenger skal være notert. Strykningen iverksettes således fra 30. oktober 2009.

7 Vedtak

"Aksjene i Norman ASA strykes fra notering på Oslo Børs fra og med 30. oktober 2009."

#### **4.3 SELSKAPER OVERFØRT FRA OSLO BØRS TIL OSLO AXESS**

##### **4.3.1 Rem Offshore ASA - Overflytting til Oslo Axess (brev av 12.06.2009)**

Rem Offshore ASA ("Rem Offshore") har i brev av 2. april 2009 og 20. april 2009 søkt om at selskapets notering ved Oslo Børs videreføres, subsidiert noteres på Oslo Axess.

Bakgrunnen for søknaden er at Rem Offshore vil gjennomføre en deling av selskapet ved at enkelte eiendeler fisjonerer til et nytt datterselskap av Rem Offshore, Rem Exit AS samt at aksjene i Rem Exit AS samt visse andre eiendeler og forpliktelser overføres til Solstad

Rederi AS ved en kapitalnedsettelse i Rem Offshore der Solstad Rederi AS' aksjer i Rem innløses.

I samsvar med løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper punkt 12.2. (2) jf punkt 12.2.(1) og punkt 12.1., har Rem Offshore i sin søknad redegjort for om selskapet etter delingen oppfyller vilkårene for opptak til børsnotering.

Rem Offshore oppfyller i dag ikke opptaksreglene for aksjer ("opptaksreglene") punkt 2.4.1. om at minimum 25 % av selskapets aksjer må være spredt blant allmennheten. Selskapet oppfyller videre ikke opptaksreglene punkt 2.4.2, om at minimum antall børsposteiere må være 500. Selskapet har i søknaden og i etterfølgende korrespondanse angitt at de forventer at dagens spredning og antall børsposteiere ikke vil påvirkes nevneverdig av delingen.

På denne bakgrunn har administrasjonen ved Oslo Børs i dag truffet følgende vedtak:

*"Aksjene i Rem Offshore ASA overføres til notering på Oslo Axess med mindre selskapet dokumenterer at 25% av selskapets aksjer er spredt blant allmennheten i samsvar med opptaksreglene punkt 2.4.1. og at aksjene er spredt blant minst 500 børsposteiere i samsvar med opptaksreglene punkt 2.4.2. Dokumentasjon som nevnt må være mottatt av Oslo Børs innen kl. 14.00 dagen før kapitalnedsettelse vedtatt 2. juni 2009 registreres gjennomført i Foretaksregisteret.*

*Overføring av notering skjer med virkning fra første børsdag etter at kapitalnedsettelsen er registrert gjennomført i Foretaksregisteret."*

##### **4.3.2 Nexus Floating Production Ltd – videreføring av notering (brev av 26.11.2009)**

Det vises til kommunikasjon vedrørende ovennevnte, sist Deres brev av 19. november 2009.

Nexus Floating Production Ltd. ("Nexus" eller "selskapet") inngikk den 27. oktober 2009 avtale om salg av Nexus 1 FPSO. Avtalen ble gjennomført 13. november 2009. Gjennom dette salget avhendet selskapet det vesentligste av sine eiendeler. Selskapets viktigste eiendeler etter avhendelsen var inngåtte kontrakter ifm bygging av Nexus 2 FPSO med

Samsung og APL, hvor det totalt er innbetalt ca MUSD 80. Eiendelene knyttet til Nexus 2 ble imidlertid i forbindelse med avleggelse av tredjekvartalsrapport for 2009 nedskrevet til null. Resterende eiendeler utgjøres således hovedsakelig av selskapets kontantbeholdning.

Selskapet søkte 16. november 2009 om unntak fra plikten til å utarbeide informasjonsdokument etter løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper (løpende forpliktelser) pkt. 3.5. Søknaden ble innvilget av børsen samme dag.

I samsvar med løpende forpliktelser pkt. 12.3 jf. pkt. 12.1, har Nexus i e-post av 17. november 2009 og brev av 19. november 2009 redegjort for i hvilken utstrekning selskapet etter gjennomføring av transaksjonen oppfyller vilkårene for opptak til børsnotering. Selskapet anmoder om at noteringen ved Oslo Børs videreføres, subsidiært overføres til Oslo Axess.

Nexus opplyser at selskapet hadde 302 børsposteiere per 19. november, og selskapet har en markedsverdi på MNOK 20,95 per 24.11.2009. Selskapet oppfyller således ikke de krav som stilles i opptaksreglene for aksjer på Oslo Børs (opptaksreglene) om markedsverdi (MNOK 300, jf. pkt. 2.2.1) eller minimum antall børsposteiere (500, jf. pkt. 2.4.2). De tilsvarende krav for opptak til notering på Oslo Axess synes derimot oppfylt (markedsverdi på MNOK 8 og 100 børsposteiere, jf. axesreglenes opptaksvilkår pkt. 2.2.1 og 2.4.2).

Basert på de fremlagte opplysninger kan selskapet heller ikke anses å ha drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år, jf. opptaksreglene pkt. 2.3.3, og selskapet synes å være i en prekommersiell fase, jf. opptaksreglene pkt. 2.3.4. For ordens skyld påpekes at selskapet fikk dispensasjon fra treårskravet ved opptak til notering på Oslo Børs våren 2007, men at selskapet etter innskjerpelsen av opptaksreglene i mai 2007 pr. i dag ikke ville fått dispensasjon fra treårskravet. På det tidspunkt selskapet ble notert gjaldt det heller ikke et vilkår om kommersialitet.

Videre kan selskapets egenkapitalsituasjon ikke anses som tilfredsstillende, jf. opptaksreglene pkt. 2.2.2, da selskapets bokførte egnekapital per tredje kvartal 2009 er negativ. Det stilles tilsvarende egenkapitalkrav for opptak til notering på Oslo Axess.

I påvente av at Nexus' styre skal fastlegge en ny strategi for selskapet, herunder at det utredes "strategiske alternativer for forvaltning av resterende eiendeler", kan det også stilles spørsmål ved om selskapet ville vært egnet for opptak til notering. Samlet sett er det ikke tvilsomt at selskapet etter gjennomføring av transaksjonen ikke oppfyller vilkårene for opptak til notering på Oslo Børs. Det må således foretas en vurdering av om selskapet skal strykes etter prinsippene oppstilt i løpende forpliktelser pkt. 15.1, jf. pkt. 12.1 fjerde ledd. I dette ligger at den manglende oppfyllelse av opptaksvilkår må veies mot hensynet til aksjonærenes interesse i fortsatt notering. Ettersom selskapet subsidiært har anmodet om overføring av notering til Oslo Axess, finner børsen ikke grunn til å gå nærmere inn på dette, men nøyer seg med å påpeke at hensynet til aksjonærene fullt ut vil være ivaretatt ved en notering på Oslo Axess.

Som det fremkommer over, synes selskapet heller ikke fullt ut å oppfylle vilkårene for opptak til notering på Oslo Axess. Børsen kan imidlertid ikke se at disse forholdene er av en slik karakter at det skulle forhindre en overføring til Oslo Axess.

Selskapet har vært notert på Oslo Børs er mer enn 18 måneder, og vil således være fritatt fra plikten til å utarbeide EØS-prospekt i forbindelse med noteringen på Oslo Axess, forutsatt at vilkårene oppstilt i verdipapirforskriften § 7-2 oppfylles, jf. verdipapirhandelloven § 7-5 første ledd nr. 11. Konkret innebærer dette at selskapet må utarbeide og offentliggjøre et dokument tilsvarende sammendrag i prospekt, jf. § 7-2 bokstav e, f. og g. Dokumentet skal forelegges Oslo Børs for kontroll. Selskapet er gjort oppmerksom på denne plikten.

På denne bakgrunn har Oslo Børs i dag truffet følgende vedtak:

*"Aksjene i Nexus Floating Production Ltd. overføres til notering på Oslo Axess med virkning fra og med 22. desember 2009. Det forutsettes at selskapet før første noteringsdag på Oslo Axess offentliggjør et dokument tilsvarende sammendrag i prospekt, jf verdipapirforskriften § 7-2 jf verdipapirhandelloven § 7-5 første ledd nr.11."*

## **5. LØPENDE UTSTEDERFORPLIKTELSER**

### **5.1 NYE REGLER**

#### **5.1.1 Endringer i opptaksreglene og løpende forpliktelser (børssirkulære 10/2009)**

Se <http://www.oslobors.no/index.php/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer>

#### **5.1.2 Opptakskrav og informasjonsplikter for olje- og naturgasselskaper (børssirkulære 9/2009)**

Se <http://www.oslobors.no/index.php/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer>

#### **5.1.3 Børsnoterte råvarer (ETC-er) (børssirkulære 1/2009)**

Se <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer>

#### **5.1.4 Kombinasjon av språk i prospekt og informasjonsdokument (børssirkulære 2/2009)**

Se <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer>

#### **5.1.5 Endring av ETF-reglene – børsnotering av aktivt forvaltede fond (børssirkulære 3/2009)**

Se <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer>

#### **5.1.6 Nye derivatregler (børssirkulære 6/2009)**

Se <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer>

## **5.2 INFORMASJONSPLIKT – OVERTREDELSER**

### **5.2.1 DNO International ASA – overtredelse av løpende informasjonsplikt og brudd på opplysningsplikt (Børsklagenemndens sak 4/2009)**

Avgjørelse av 17. september 2009 av klage fra DNO International ASA over Oslo Børs ASAs vedtak 17. juni 2009 om å illegge overtredelsesgebyr for henholdsvis brudd på reglene i verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd om løpende informasjonsplikt og brudd på reglene i børsloven § 24 syvende ledd om opplysningsplikt overfor regulert marked.

#### **1 Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning**

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

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

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

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

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

Vedtaket ble påklaget 1. juli 2009 av advokat Leif Tore Rønning i Simonsen advokatfirma på vegne av DNO. Det er redegjort nærmere for klagen nedenfor under punkt 6.

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

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

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

## 2 Kort om selskapet

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

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

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

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

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

<b>NAV (NOK/aksje)</b>	<b>SEB Enskilda</b>	<b>ABGSC</b>	<b>First Securities</b>
	26.02.2009	20.02.2009	25.02.2009
Kurdistan	5,1	6,9	11,3
Yemen	0,8	2,7	2,2
Øvrig	0,7	1,0	1,0
<b>Enterprise value</b>	<b>6,5</b>	<b>10,6</b>	<b>14,4</b>

Netto gjeld	-2,0	-2,1	-2,1
<b>Verdi EK pr. aksje</b>	<b>4,5</b>	<b>8,4</b>	<b>12,3</b>

% Kurdistan av Enterprise value	78 %	65 %	78 %
---------------------------------	------	------	------

*DNO var det første internasjonale oljeselskap til å starte utvinningsaktivitet i Kurdistan regionen i Irak i 2005. Selskapet samarbeider med Kurdistans regionale regjering om infrastruktur i området og vurderer også sitt engasjement og investeringer i Irak som viktige, bla. for selskapets kontantstrøm. Det fremkommer i selskapets årsrapport for 2008 side 13 flg. at DNO er klar for en økning i produksjonen fra Tawke-feltet i Kurdistan uten ytterligere investeringer og at dette vil øke kontantstrømmen og dermed gi DNO mulighet til å styrke sin finansielle posisjon.*

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

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

*Administrerende Direktør i selskapet er Helge Eide”.*

### 3 Sakens bakgrunn

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

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

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

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

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

DNO opplyste i brev 8. januar 2009 at Helge Eide og DNOs styreleder var involvert i transaksjonen. Videre het det i brevet at selskapet ikke hadde dokumentasjon på hvem

endelig kjøper av aksjene var, og at det ikke forelå noen form for avtale i tilknytning til transaksjonen.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



DNO skrev videre at selskapet ville vurdere å gi melding til børsen underhånden, jf. verdipapirhandeloven § 5-3.

I brev 23. mars 2009 uttalte børsen at den vurderte DNOs kunnskap om transaksjonen/motparten som meldepliktig innsideinformasjon, og ga DNO pålegg om offentliggjøring. I brevet fremkommer blant annet følgende:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### 4 Rettslig grunnlag

##### 4.1 Informasjonsplikt til markedet

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

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

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

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

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

*"(1) Med presise opplysninger menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på*

*kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.*

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

#### 4.2 Utsatt offentliggjøring

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

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

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

#### 4.3 Opplysningsplikt overfor regulert marked

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

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

#### 4.4 Sanksjoner

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

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

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

### 5 Oslo Børs’ vedtak

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

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

#### 5.1 Informasjonsplikt

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

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

Børsstyret uttaler videre:

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

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

I vedtaket heter det videre:

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

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

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

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

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

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

*Dear Dr. Ashti,*

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

*Helge Eide".*

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

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

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

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

*Ashti"*

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

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

*"Kjøp og salg av egne aksjer, samt omstendigheter tilknyttet dette, kan være relevant i forhold til reglene om informasjonsplikt i verdipapirhandelloven kapittel 5 og børsreglene "løpende forpliktelser". Kravet til god børsskikk i børsforskriften § 14 og løpende forpliktelser punkt 2.2, kan også være relevant i forhold til handel med egne aksjer."*

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

Videre heter det i vedtaket:

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

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

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

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

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

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

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

DNO offentliggjorde 6. april 2009 en børsmelding om KRGs overdragelse til det tyrkiskregistrerte selskapet Genel Enerji av en 25 % tredjepartsinteresse i produksjonsdelings-kontrakt vedrørende Tawke, der følgende fremgår i siste avsnitt:

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

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

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

## 5.2 Opplysningsplikt overfor børsen

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

I vedtaket pkt. 6.2 uttaler børsen oppsummeringsvis:

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

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

## 5.3 Sanksjon

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

Børsen uttaler videre:

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

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

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

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

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

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

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

Selskapets kursnoteringsavgift for 2009 er NOK 235 557.

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

#### 5.4 Børsens merknader til klagen

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

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

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

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

Når det gjelder klagers anførsler knyttet til børsens rettsanvendelse, påpeker børsstyret at utgangspunktet for informasjonsplikten er at enhver type opplysning kan utgjøre innsideinformasjon, jf. pkt. 16 i fortalen til markedsmissbruksdirektivet. Det er intet i direktivet eller norske regler som tilsier at opplysninger som kan være omfattet av annen melde- eller opplysningsplikt er unntatt. Formålet med flaggereglene kan ikke tilsi at ikke også andre aksjeerverv enn de flaggepliktige kan være informasjonspliktig.

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

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

*"... Informasjonsplikten gjennomfører markedsmissbruksdirektivet art. 6, jf. eksempelvis departementets vurdering i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) om gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet pkt. 9.5 og departementets vurdering i Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 13.2.5. Som påpekt av klager, åpner*



*Market Abuse direktivet art. 12 for at sanksjonskompetansen kan delegeres, noe også lovgiver har lagt til grunn ved at vphl. § 17-4 tredje ledd tredje punktum åpner for delegasjon av sanksjonskompetansen til regulert marked. Uten klare holdepunkter for noe annet legger vi til grunn at Stortingets lovvedtak er i overensstemmelse med EU-retten. Børsen kan på denne bakgrunn ikke se at det er i strid med EU-retten at børsen gjennom lov er tillagt sanksjonskompetanse”.*

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

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

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

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

6 Klager har i hovedsak anført følgende

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

#### 6.1 Saksbehandlingsfeil

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

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

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

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

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

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

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

## 6.2 Verdipapirhandelloven § 5-2 – feil rettsanvendelse og subsumsjon

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

#### Beviskrav

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

#### Faktum iht børsens vedtak

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

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

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

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

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

#### Faktum som kan anses bevist iht klager

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

For at det skal foreligge innsideinformasjon etter verdipapirhandelloven § 3-2, må det foreligge opplysninger som er tilstrekkelig spesifikke til å kunne påvirke kursen på de

finansielle instrumentene. Klager mener lovens vilkår ikke er oppfylt i saken, og at forholdet derfor ikke var meldepliktig etter verdipapirhandelloven § 5-2, jf. § 3-2.

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

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

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

Klager mener at de omstendigheter som Oslo Børs pretenderer (aksjeeie hos agenten og/eller KRG), samt den etterfølgende utvikling i saken med realisasjon av aksjeeiet, burde rettferdiggjort en underhånden melding, jf. verdipapirhandelloven § 5-3. Oslo Børs har uriktig motsatt seg slik melding i brev 23. mars 2009. En underhånden melding ville ført til at det eventuelt informasjonspliktige forhold bortfalt. Dermed ville det ikke oppstått grunnlag for å hevde brudd på verdipapirhandelloven § 5-2.

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

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

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

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

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

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

I Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 22.1.5 legger departementet til grunn at transparency-direktivet artikkel 24 nr. 2 bokstav h åpner for at tilsynsmyndighetens kontroll med

"information referred to in this Directive" kan delegeres til regulert marked. DNO mener departementets forslag til delegasjon til Oslo Børs bygger på feil direktivgrunnlag, og at Norge ikke har kompetanse etter relevante EU-rettslige regler til å foreta slik delegasjon.

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

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

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

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

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

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

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

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

#### 6.2.6 Atter subsidiært – bøtenivået er satt for høyt

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Når det gjelder overtredelsesgebyret med hjemmel i børsloven § 31, jf. § 24 syvende ledd, anfører klager at børsen i vedtaket forutsetter at det faktisk foreligger brudd på verdipapirhandelloven § 5-2, jf. vedtaket på nest siste side, nest siste avsnitt. Dersom Børsklagenemnden skulle komme til at det ikke foreligger brudd på verdipapirhandelloven § 5-2, er det vanskelig å se at børsens vedtak er tilstrekkelig begrunnet på dette punkt.

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

Klager skriver videre:

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

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

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

## 7 Børsklagenemndens vurdering

### 7.1 Faktum

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

DNO ønsket i oktober 2008 å selge sin beholdning av egne aksjer av finansielle grunner. I den forbindelse ble det tatt kontakt med flere potensielle kjøpere, deriblant Dr. Ashti Hawrami, ministeren for naturressurser i Kurdistan Regional Government (KRG) som etter det opplyste skal ha en bred kontaktflate blant investorer med interesse for denne

type aksjer. Det var DNOs adm.dir. Helge Eide som hadde kontakten med Hawrami, og denne resulterte i enighet om en pris på NOK 4,00 pr. aksje ved salg av DNOs aksjepost. Ut fra hva DNO forsto, opptrådte Hawrami som mellommann, og de ble ikke orientert om hvem kjøperen var. Salget ble effektivert den 10. oktober 2008 gjennom DNOs megler ABG Sundal Collier og kjøpers megler HSBC og ble umiddelbart meldt til Oslo Børs, med oppgave over antall aksjer, pris og at aksjeposten dreide seg om samtlige av DNOs egne aksjer.

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

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

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

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

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

## 7.2 Spørsmålet om det foreligger innsideinformasjon

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

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

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

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

Børsklagenemnden har vært i tvil om opplysningen om Hawramis rolle er innsideinformasjon.

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

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

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

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

### 7.3 Brudd på opplysningsplikten

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

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

For å kunne utføre sine lovpålagte plikter som kontrollorgan, må børsen ha et relativt fritt skjønns med hensyn til hvilke opplysninger de må innhente, så lenge de holder seg innenfor hva som kan være saklig og relevant for den vurderingen som skal foretas. Selv



om Børsklagenemnden under punkt 7.2 konkluderer med at DNO ikke satt på innsideinformasjon som skulle vært meddelt markedet, må det være opp til børsen å bestemme hvilke opplysninger de finner det nødvendig å innhente for å skaffe seg tilstrekkelig grunnlag til å foreta sin egen vurdering av dette spørsmålet. Det selskap som blir bedt om å gi opplysninger, kan ikke utøve noen sensur med hensyn til hvilke spørsmål de anser relevante og ønsker å svare på; da ville børsens kontrolloppgave lett bli underminert.

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

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

#### 7.4 Sanksjon

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

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

Børsklagenemnden traff deretter slikt enstemmig

vedtak:

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

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

#### **5.2.2 Wega Mining ASA - Informasjonshåndtering ved kapitalbehov (Børsstyrevedtak 17. 06.2009)**

##### 1 Innledning

Saken gjelder spørsmål om Wega Mining ASA ("Wega"/"Selskapet") har opptrådt i strid med verdipapirhandelloven ("vphl") § 5-2 (1), jf. Oslo Børs' løpende forpliktelser av 3. oktober 2008 pkt. 3.1.1 (1), ved ikke å offentliggjøre innsideopplysninger. Spørsmålet

oppsto i forbindelse med opplysninger om kapitalbehov som følge av forsinkelser og kostnadsoverskridelser ved Inata-prosjektet i Burkina Faso.

## 2 Kort om selskapet

Wega er et internasjonalt gruveselskap med fokus på leting, utvikling og drift av gullforekomster. Selskapet har virksomhet i Burkina Faso, Canada og Guinea.

Wega har vært notert på Oslo Axess siden 2. mai 2007. Selskapets markedsverdi per 22. mai 2009 var 581 millioner kroner. I følge Selskapets hjemmeside var største aksjonær per 30. mars 2009 Datum AS (heleid av Jan Haudemann-Andersen) som eide 31,33 % av aksjene. På samme tidspunkt eide nest største aksjonær 5,23 %, og de 20 største aksjonærene eide til sammen 67,85 %.

## 3 Sakens bakgrunn

### 3.1 Melding om overskridelser og børsens undersøkelser

Fredag 24. oktober 2008 ringte en representant for Wega til Selskapets kontaktperson ved børsen og informerte om at gullmineprosjektet i Burkina Faso (Inata-prosjektet) ble utsatt samt at prosjektkostnadene ville øke betydelig, uten at revidert ferdigstillestidspunkt eller konkret kapitalbehov ble indikert. Det ble videre meddelt at Selskapet derfor måtte ut i markedet å hente kapital, men ikke opplyst om hvor mye. Inntil dette tidspunkt hadde verken børsen eller markedet blitt informert om disse forsinkelsene eller kostnadsoverskridelsene ved Inata-prosjektet eller den pågående emisjonen.

Fredag 31. oktober 2008 falt aksjekursen brått fra rundt 1,00 kr til 0,94 kr på betydelige volumer i forhold til dagens øvrige omsetning. Kursfallet utgjorde 6 %. Intradagskursen var nede i 0,90 kr per aksje. Sluttkursen torsdag 30. oktober 2008 var 1,11 kr, og kursfallet utgjorde 15,3 % beregnet ut i fra denne sluttkursen. For nærmere opplysninger vises det til vedlagte bilde over kursutviklingen i aksjen 30. og 31. oktober 2008, jf. bilag 1.

Fredag 31. oktober 2008 kl. 11.24 ringte daværende daglig leder til børsens markedsovervåking og informerte om at Selskapet hadde mistanke om lekkasje av sensitiv informasjon, uten at det ble spesifisert hva slags informasjon det dreide seg om. Børsen suspenderte handelen i aksjen kl. 11.39 samme dag. Kl. 13.09 offentliggjorde Wega en børsmelding hvor blant annet følgende fremgikk (bilag 2):

*“Wega Mining ASA (WEMI.OAX) melder at selskapet har mottatt indikasjoner om en forsinkelse som forårsaker kostnadsoverskridelse på Inata-prosjektet i Burkina Faso. Overskridelsen beløper seg til 38 millioner USD, inkludert administrasjonskostnader frem til oppstart som nå er blitt fastsatt til begynnelsen av april 2009.*

*Som en konsekvens av den nye informasjonen har selskapet beregnet et behov for tilførsel av ytterligere kapital på 300 millioner NOK frem til positiv kontantstrøm. Pareto Securities ASA og SEB-Enskilda er blitt engasjert som rådgivere for en rettet emisjon og mulig finansiell restrukturering som kan inkludere konvertering av gjeld til egenkapital.”*

Vedlagt børsmeldingen var Selskapets rapport for 3. kvartal 2008 og investorpresentasjon vedrørende emisjonen datert 30. oktober 2008, sistnevnte dokument vedlagt som bilag 3.

Børsen valgte å opprettholde suspensjonen i påvente av utfyllende melding fra Selskapet om finansieringen.

Den 6. november 2008 kl. 14.19 meldte Wega at det var plassert 2.000.000.000 aksjer til 0,15 kr per aksje til institusjonelle og private investorer, med et bruttoproveny på 300 millioner kr. Videre ble det meldt om gjennomført full konvertering av et obligasjonslån på 400 millioner kr til 0,3333 kr per aksje jf. bilag 4 (børsmelding fra Selskapet 6. november 2008 kl. 14.19). Børsen opphevet suspensjonen kl. 14.25 samme dag. Fra siste omsetning 31. oktober 2008 til utløpet av torsdag 6. november falt aksjekursen fra 0,94 kr til 0,18 kr, tilsvarende et fall på 80,9 %. Aksjen falt videre til 0,11 kr per utgangen av onsdag 12. november 2008, tilsvarende et fall på ytterligere 38,9 %, jf. bilag 5 (bilde over kursutviklingen i aksjen 6. til 12. november 2008).

Børsen sendte 24. november 2008 brev til Selskapet (bilag 6) hvor det ble bedt om en redegjørelse om tidspunkter for når Selskapet ble klar over forsinkelsen ved Inata prosjektet og det tilhørende kapitalbehovet, hvilke personer som var informert om dette og hvilken informasjon de hadde fått tilgang til.

Selskapet ga en redegjørelse og etterspurt dokumentasjon i brev datert 2. desember 2008 (bilag 7).

Fra desember har det vært skriftlig korrespondanse mellom børsen om Selskapet om faktum i saken (bilagene 8 til 11).

Selskapet ble oversendt børsens varsel om overtredelsesgebyr og foreløpige konklusjoner i brev av 15. april 2009. Selskapets merknader til varslet er gitt i brev av 8. mai 2009 (bilag 17).

### 3.2 Nærmere om overskridelsene ved Inata-prosjektet

#### 3.2.1 Bakgrunn

Inata-prosjektet i Burkina Faso er Selskapets viktigste prosjekt som utgjorde det vesentligste av Selskapets anslåtte utvinning av gull for 2009 og 2010, hhv. 144 000 oz/year av totalt 179 000 oz/year og 167 000 oz/year av totalt 217 000 oz/year, jf. Selskapets presentasjon av Q1 2008 tallene datert 9. mai 2008 s. 8 (bilag 12) og hhv. 106 000 oz/year av totalt 126 000 oz/year og 157 000 oz/year av totalt 187 000 oz/year, jf. Selskapets investorpresentasjon for Q3 datert 30. oktober 2008 s. 7 (bilag 3).

Med hensyn til kontantstrøm fra Inata-prosjektet fremgår følgende av Q1 2008 presentasjonen s. 8: "Revenue potential 2009 – NOK ~ 800 m at current gold price" og videre følgende av H1 2008 presentasjonen av 8. august 2008 s. 11 (jf. bilag 13) "Revenue potential 2009 – NOK ~ 1,100 m at current gold price". Det fremgår også at inntektene er prissikret, jf. s. 16 hvor det fremgår:

*"Flexible gold hedge secures cash flow and earnings for 2009 and 2010*

- *280k ounces sold for delivery over 5 year at USD 962 per ounce, rollback flexibility, with interest adjustment.*
- *If gold trades below USD 962, Wega can deliver all Inata production in 2009 and 9 months of 2010 at hedge price.*
- *If gold trades above USD 962, Wega must deliver between 25 % and 41 % of each quarter's production at the hedge price, and the rest at spot price.*
- *This secures minimum USD 80 million in annual cash flow from Inata for 2009 and 2010 at oil prices of \$128/bbl"*

Videre var det blitt kommunisert til markedet at Selskapets likviditet var tilstrekkelig ut 2008, jf. Selskapets Q1 presentasjonen s. 10 hvor det fremgår: "Draw-down schedule Q1-Q4 2008" (bilag 12).

Selskapets virksomhet i Burkina Faso drives gjennom det 90 % eide selskapet Socite des Mines de Behahouro S.A. ("SMB") som også besitter rettighetene til gruvedriften på Inata.

GBM Minerals Engineering Consultants Limited (UK) ("GBM") er hovedkontraktør på Inataprojektet under en såkalt EPCM-kontrakt (Engineering Procurement Construction Management) med SMB. Under denne kontrakten er GBM ansvarlig for ca 2/3 av arbeidet med Inata-projektet. SMB er selv ansvarlig for den resterende delen av projektet.

### 3.2.2 Tidspunkt for informasjon om overskridelsene

I henhold til EPCM kontrakten er GBM ansvarlig for å produsere månedelige rapporter om fremdriften i projektet.

Etter opprinnelig prosjektplan skulle perioden frem til desember 2008 benyttes til mekanisk ferdigstilling, dvs. ferdigstilling av komplett anlegg for mottak av jordmasse for produksjon av gull (såkalt "First Gold Pour").

Måned rapporten for januar 2008 pkt. 1.3 viser til at den opprinnelige målsetningen om mekanisk ferdigstilling per 30. november 2008 ble ansett som "extremely aggressive and challenging". GBM opplyser videre at det sammen med SMB skal vurdere tidsplanen med henblikk på å kunne oppnå First Gold Pour per 15. desember 2008. I selve tidsplanen (Section 16 Project Schedule) er "Completion" av "Inata EPCM" og "Gold Pour" begge angitt til 15. desember 2008. Prognose over kostnadene viser 59,8 millioner USD for GBMs prosjektandel, jf. pkt. 1.4.1. Det er presisert i pkt. 1.3 at tidsplanen var et dokument i utvikling.

I måned rapporten for februar, mars og april 2008 var mekanisk ferdigstilling satt til hhv. (mangler for februar), 27. mars 2009 og 1. mars 2009, jf. rapportenes Section 14 Project Schedule. Til tross for dette informerte Selskapet til markedet i forbindelse med Q1 2008 rapporteringen at "Construction of the Inata Gold Project on schedule", jf. børsmelding 9. mai 2008 (bilag 14) og videre at "planned start-up December 2008" og "Project start date December 15", jf. presentasjonen av Q1 2008 tallene s. 6 og s. 11 (bilag 12).

I måned rapporten for mai 2008 (datert 10. juni 2008, sendt ut 12. juni), pkt. 1.2.1 var tidspunktet for mekanisk ferdigstilling satt til 21. mars 2009, mens kostnadsprognosen for GBMs prosjektandel var økt med vel 17 millioner USD til 88,9 millioner USD. Prosjektets totale kostnader for mekanisk ferdigstilling (inklusive SMBs prosjektandel) var satt til 100 millioner USD, jf. Selskapets investorpresentasjon datert 30. oktober 2008 s. 12 (bilag 3). Tidligere prognoser for GBMs prosjektandel var hhv. 68,7 millioner USD, 71,4 millioner USD og 71,0 millioner USD, jf. måned rapportene for februar, mars og april 2008 pkt. 1.2.1.

I følge Selskapet ble GBMs opplysninger om forskjøvet mekanisk ferdigstilling og kostnadsoverskridelsene avvist fra SMB basert på at det ikke forelå noen dokumentasjon eller begrunnelse som underbygget forsinkelsen. Selskapet påpeker at en medvirkende årsak til skepsisen var at GBM hadde en betydelig egeninteresse i at projektet skulle dras ut i tid.

Den 17. juni 2008 ble det avholdt styremøte i Selskapet hvor styret ble gjort oppmerksom på innholdet i GBMs måned rapport for mai. Selskapets likviditetsbehov og kapitalbehov som følge av overskridelsene ble også diskutert. Styret fattet følgende vedtak (jf. bilag 7):

*"The board approved an adjustment to the budget for 2008 and recognizes that it now shows a cash deficit on NOK 175 million by the end of year, due to possible cost overruns on the Inata project of 25 % from the approved budget capex of 99*

*m USD. For 2009 (H1), the cash deficit is NOK 100m, accumulated NOK 275m. It is expected that with the drawdown of the loan the company can manage through first half of September without cash infusion. A committee consisting of Harald Arnet, Jan Haudemann-Andersen, Hans-Arne L'orange and Lars Marius Furu was given mandate to appoint transaction manager and issue shares with the limits set by the Annual General Meeting at fair market price if necessary and possible before next board meeting."*

Selskapets ledelse brukte tiden i de påfølgende ukene til å evaluere Inata-prosjektet sammen med SMB, herunder å kvalitetssikre GBMs arbeid og forutsetninger. Det ble tidlig i juli 2008 besluttet å engasjere Arcon Pty Ltd. (Australia) ("Arcon") som er et velrenommert konsultentselskap innen gruveindustrien med særlig kompetanse innen gruveutbygging og drift, for å gjennomføre en revisjon av fremdriften under EPCM kontrakten i Inata-prosjektet og GBMs tidsplan og kostnadsanslag. Arcons rapport var forventet ferdigstilt i løpet av august 2008.

I månedsrapportene for juni, juli og august 2008 (datert hhv. 9. juli, 15. august og 10. september 2008) opprettholdt GBM sitt budsjett på 89 millioner USD og 21. mars 2009 som tidspunkt for mekanisk ferdigstilling. Til tross for dette opplyste Selskapet til markedet i børsmelding 8. august 2008 (bilag 15) at "Utbygging av Inata Gold project i henhold til plan" og i presentasjon av H1 2008 s. 4 og 10 (bilag 13) som var vedlagt børsmeldingen at "Construction of the Inata Gold project according to plan" og "Planned start-up December 2008". Verken børsmeldingen eller presentasjonen omtaler likviditetsmangelen på 175 millioner kr. per årsslutt, akkumulert til 275 millioner kr. per H1 2009 eller potensielt behov for emisjon, til tross for styrets beslutning 17. juni 2008.

I protokollen fra styremøtet i Selskapet 6. august 2008 fremgår det (jf. bilag 7):

*"Arcon will have their report ready by August 25 which will indicate if the December schedule for Inata can be achieved."*

Arcons rapport ble overlevert Selskapet 25. august 2008 (datert 18. august 2008), jf. bilag 16. Arcon konkluderte med at

*"[Arcon] therefore believe that with careful management of the construction sequences, the schedule can be pulled forward to a mechanical completion date of March 1, 2009."*

...

*The final budget, including contingencies (which are now itemised against the work packages) is \$ US 86,8 million. The reason for the difference from the budget reported by GBM is because it was simply found to be wrong."*

Selskapet opplyser for øvrig i brevet 23. januar 2009 at det var ingen momenter i Arcon-rapporten som avviker vesentlig fra mai-rapporten fra GBM med hensyn til vurdering av fremdrift og kostnader. Det opplyses imidlertid videre at Selskapet mente det fortsatt forelå uklarhet knyttet til en rekke av forutsetningene og andre informasjonsinput, uten at Selskapet har presisert dette nærmere. På denne bakgrunn besluttet Selskapet å engasjere Arcon til å bistå i noen tid for å kunne evaluere og underbygge gjenstående aktiviteter, både tids- og kostnadsmessig og bistå i den daglige oppfølgingen med GBM. Det fremgår av Selskapets redegjørelse av 2. desember 2008 og 23. januar 2009 at i perioden frem til september 2008 deltok Selskapet, SMB, GBM og Arcon i kompliserte diskusjoner og foretok kompliserte vurderinger av forutsetningene for Inata-prosjektet, herunder om OPEX, CAPEX og cashflow vurderinger som hang nært sammen med forventet ferdigstillingsdato (og omvendt).

Selskapets styre besluttet i styremøtet 17. september 2008 å foreta en større gjennomgang av Inata-prosjektet før man kunne konkludere på en revidert ferdigstillingsdato og kostnadsramme.

I Selskapets redegjørelse i brev 2. desember 2008 fremgår at Selskapet anså ny gjennomgang av Inata-prosjektet som nødvendig som følge av uklarheter, usikre informasjonskilder og en viss rivalisering mellom GBM og Arcccon som vanskeliggjorde prosessen.

Fredag 17. oktober 2008 ble det avholdt et styremøte hvor Selskapets ledelse oppdaterte styret på gjennomgangen av Inata-prosjektet, herunder signaliserte overfor styret at endelig ferdigstilling kunne bli forskjøvet samt om økte kostnader. Det ble besluttet å avholde et nytt styremøte over helgen.

Tirsdag 21. oktober 2008 ble det igjen avholdt styremøte hvor styret fikk beskjed om at administrasjonen i Selskapet og SMB nå hadde konkludert med en sannsynlig ferdigstilling av Inata i mars 2009 og en økning av de totale prosjektkostnadene med rundt 38 millioner USD i forhold til anslaget fra april måned (på rundt 100 millioner USD). Styret diskuterte videre finansiering av Selskapet, herunder å igangsette en rettet emisjon på 240-300 millioner NOK. Det ble vedtatt å engasjere Pareto og Enskilda som rådgivere for finansieringen.

Det ble avholdt et nytt styremøte torsdag 23. oktober 2008 hvor styret konkluderte med at kostnadskutt, mulige diskusjoner med obligasjonseiere og en bankforbindelse ikke ville løse finansieringsbehovet. Det ble besluttet å fortsette arbeidet for en mulig emisjon på 275 -300 millioner NOK. Ledelsen bekreftet overfor styret både den reviderte tidsplanen og kostnadsoverskridelsene som presentert i styremøtet 21. oktober 2008. Styret erkjente at disse forholdene utgjorde innsideinformasjon og instruerte ledelsen til å kontakte børsen underhånden så raskt som mulig med henblikk på å be om utsatt offentliggjøring i én uke.

Fredag 24. oktober 2008 meldte selskapet underhånden til børsen om overskridelsene og arbeidet med emisjon, jf. fremstillingen i pkt. 3.1.

I børsmelding fredag 31. oktober 2008 kl. 13.09 varslet Selskapet om overskridelsene og behovet for kapital, jf. pkt. 3.1.

#### 4 Rettslig utgangspunkt

##### 4.1 Definisjon av innsideinformasjon

Innsideinformasjon er definert i vphl. 3-2 (1):

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

Definisjonen stiller tre hovedvilkår for at opplysninger skal anses som innsideinformasjon. 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.

Vphl. § 3-2 er en gjennomføring av EUs markedsmisbruksdirektiv (direktiv 2003/6/EF med utfyllende bestemmelser i direktiv 2003/124/EF). I forbindelse med direktivgjennomføringen ble det fastslått at norsk rett var i tråd med direktivet, jf. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) Om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.) ("Ot. prp.") side 27. Forarbeider, praksis mv. fra før 2005 har fortsatt vekt ved forståelsen av gjeldende vphl. § 3-2.

De to første hovedvilkårene i definisjonen av innsideinformasjon (dvs. kravet om at opplysningene skal være presise og påvirke kursen merkbart) er nærmere utdypet i vphl. § 3-2 (2) og (3):

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

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

Etter det første hovedvilkåret må opplysningene i det minste indikere at en omstendighet har inntruffet, eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe. Det må være klart at en forhandling eller annen ikke-sluttført prosess kan utgjøre en slik omstendighet. Verken ordlyden, forarbeider eller praksis begrenser hva som saklig kan utgjøre en opplysning, gitt at de øvrige vilkårene er innfridd. Videre må opplysningene i følge vphl. § 3-2 (2), være såpass spesifikke at det kan trekkes en konklusjon om opplysningenes mulige effekt på prisen til det aktuelle finansielle instrumentet. Kravet loven stiller til opplysningenes presisjon, er i følge forarbeidene ment å avgrense mot rykter og spekulasjoner, jf. Ot. prp. pkt. 4.5. Kredittilsynet la i forbindelse med direktivgjennomføringen til grunn at opplysninger kan være presise selv om de ikke er fullstendige, entydige, endelige eller ubetingede, forutsatt at de er tilstrekkelig spesifikke, jf. høringsnotat av 1. mars 2004 side 15.

Det andre hovedvilkåret i definisjonen av innsideinformasjon, 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. § 3-2 (3). 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 innsideinformasjon.

Det er i rettspraksis lagt til grunn at innsideinformasjon kan oppstå på et tidlig stadium i en prosess, jf. pkt. 4.2 nedenfor. Det må vurderes konkret om en opplysning er å anse som innsideinformasjon. Vurderingen er relativ og vil kunne falle ulikt ut for forskjellige selskap og markeder.

#### 4.2 Trinnvise prosesser

Det foreligger rettspraksis som nærmere angir hva som menes med innsideinformasjon. Børsen finner her grunn til å fremheve den såkalte Sense-saken der lagmannsretten i dom av 6. mars 2006 (LF-2005-152787) - uttalte som følger:

*"Avgjørende for lagmannsretten har vært at Thorsen var kjent med at en så sentral aktør som Kjell Magnus Reitan ivret for at Reitan Invest eller Reitangruppen skulle kjøpe et betydelig antall aksjer i Sense, for fusjon, og eventuelt for full overtakelse. Selv om endelig beslutninger ikke var truffet, representerte planene slike muligheter for transaksjoner at det dreide seg om sensitive opplysninger som var egnet til å påvirke aksjekursen i betydelig grad*

*dersom de var blitt kjent i markedet på kjøpstidspunktet – det vil si på formiddagen 20. februar 2003.”*

Saken gjaldt finansdirektøren i Reitangruppen som på et tidlig stadium i en mulig oppkjøpsprosess av det børsnoterte selskapet Sense ASA, ble kjent med at Reitan Invest planla et bud på Sense ASA. Høyesterett (Rt. 2006 s. 1049) dømte etter straffeutmålingsanke finansdirektøren til 6 måneder ubetinget fengsel bl.a. for å ha handlet på denne informasjonen.

CESR (Committee of European Securities Regulators) har i Annex I – CESR L3 Public Consultation Nov. 06 (ref. nr. 06-562 tilgjengelig på [www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org) "consultations") gitt veiledning til forståelse av EUs markedsmissbruksdirektiv. Dokumentet har begrenset rettskildemessig vekt, men angir hva europeiske verdipapirtilsynsmyndigheter anser kan utgjøre innsideinformasjon, jf. pkt. 1.6:

*"It is also important to note that, if the information concerns a process which occurs in stages, each stage of the process as well as the overall process could be information of a precise nature. An example might be a takeover bid. The fact that the proposed takeover might not in the end take place does not mean that the approach to the target company is not precise information in its own right."*

Det synes klart at en opplysning ikke behøver å være fullstendig for å utgjøre presise opplysninger, jf. dokumentets pkt. 1.7. Med hensyn til kravet om merkbar kurspåvirkning heter det i pkt. 1.8:

*"As regards whether a piece of information is specific enough to allow a conclusion to be drawn about its impact on prices, CESR Members consider this would occur for example in two circumstances. The first would be when the information is such as to allow the reasonable investor to take an investment decision without (or at very low) risk. The second would be when the piece of information was such that it is likely to be exploited immediately on the market."*

Et viktig vurderingstema er i følge CESR om de aktuelle opplysningene har en potensiell "oppside". Dersom forholdet opplysningene vedrører ikke materialiserer seg vil aksjekursen, alt annet like, ikke bevege seg. På generelt grunnlag vil en investor med opplysninger om et mulig oppkjøp eller en mulig fusjon ha et klart incitament til å handle på bakgrunn av informasjonen.

Også i juridisk teori er det lagt til grunn at det kan oppstå innsideinformasjon på et tidlig stadium i trinnvise prosesser, jf. for eksempel Sæbø (1995) side 176 flg.

I Kredittilsynets høringsnotat ved gjennomføringen av markedsmissbruksdirektivet heter det på side 15 at det under "en trinnvis prosess (for eksempel en forhandling eller en kapitalutvidelse), vil kunne foreligge innsideinformasjon på et tidlig stadium".

#### 4.3 Offentliggjøring av innsideinformasjon

Børsnoterte selskap er forpliktet til å offentliggjøre innsideinformasjon, jf. vphl. § 5-2 (1) som lyder:

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

På nærmere vilkår kan offentliggjøringen av innsideinformasjon utsettes, jf. vphl. § 5-3 (1) og (2) nr. 1 og 2:



*“(1) Utsteder kan utsette offentliggjøring av opplysninger som nevnt i § 5-2 første ledd for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt, jf. § 3-4.  
(2) Legitime interesser som nevnt i første ledd kan typisk relatere seg til:*

1. Pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter hvor resultat eller normal gjennomføring må forventes å bli påvirket av offentliggjøring. I særdeleshet der utsteders finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet uten at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at utsteder er insolvent, kan offentliggjøring utsettes for en begrenset periode, dersom offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjeeiere eller långiveres interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre utsteders langsiktige finansielle situasjon.
2. Beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre i kraft som følge av utsteders organisering, forutsatt at offentliggjøring av den ikke endelige beslutningen eller kontrakten sammen med opplysning om at endelig godkjenning ennå mangler, vil kunne viliede allmennhetens korrekte vurdering av forholdet.

Innsideinformasjon som er utsatt offentliggjort skal behandles konfidensielt, jf. vphl. §§ 5-3 (1) og 3-4. Børsen har i sine løpende forpliktelser pkt. 3.1.1 til 3.1.3 fastsatt regler som tilsvarer vphl. §§ 5-2, 5-3 og 3-4. Tilsvarende regler fremgikk av Axessreglenes løpende forpliktelser pkt. 3.1.1 til 3.1.3 som var gjeldende frem til 3. oktober 2008.

#### 4.4 Sanksjon

Etter børsloven § 31, jf. børsforskriften § 31, kan børsen ilegge overtredelsesgebyr på maksimalt 10 ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på bestemmelser i børsloven eller børsforskriften eller ved vesentlige brudd på børsens regler og forretningsvilkår. Bestemmelsene er gjentatt i løpende forpliktelser pkt. 15.4 (1). Tilsvarende bestemmelse fremgikk av Axessreglenes løpende forpliktelser pkt. 15.4 (1) som var gjeldende frem til 3. oktober 2008.

Etter vphl. § 17-4 og § 15-1, jf. verdipapirforskriften § 13-1 kan børsen ilegge overtredelsesgebyr for forsettelige og uaktsomme overtredelser av vphl. §§ 5-2 og 5-3.

## 5 Selskapenes anførsler

### 5.1 Oversikt

I brev av 8. mai 2009 anfører Wega at børsens konklusjoner om at opplysningene om emisjonen var å anse som innsideinformasjon etter vphl. § 3-2 og at opplysningene antok denne karakter senest 17. juni 2008, er feil og baserer seg på gale forutsetninger. Wega er at den oppfatning at opplysningene på dette tidspunktet ikke var tilstrekkelig presise til at de oppfylte lovens krav til innsideinformasjon. Videre anføres at opplysningene på dette tidspunktet ikke var av en slik karakter at de var egnet til merkbart å påvirke aksjekursen i Wega.

### 5.2 Vedrørende kravet til “presise” opplysninger

Wega anfører at opplysningene om de mulige forsinkelsene med tilhørende kostnadsoverskridelser for Inata-prosjektet per 17. juni 2008 og frem til slutten av oktober 2008 ikke var tilstrekkelig presise til å oppfylle verdipapirhandellovens krav.

Det anføres at Selskapets styre den 17. juni 2008 ikke mente det forelå forsinkelser og kostnadsoverskridelser på Inata-prosjektet som isolert sett ville medføre et likviditetsbehov som bare kunne dekkes gjennom tilførsel av ny egenkapital. Selskapet er

av den oppfatning at opplysningene om mulige kostnadsoverskridelser for Inataprosjektet i juni 2008, og dermed et eventuelt behov for en emisjon som følge av dette, ikke var tilstrekkelig spesifikke til at det kunne trekkes en slik slutning. Dette bygges i hovedsak på følgende grunnlag:

### 1. Grunnlaget for påstandene om eventuelle kostnadsoverskridelser

Påstandene om kostnadsoverskridelser som ble gitt av GBM Minerals Engineering Consultants Limited (UK) ( GMB ) var ikke dokumentert eller begrunnet. Selskapet hadde derfor en berettiget grunn til å betvile opplysningene som kom fra GMB, jf. også Selskapets redegjørelse i brev av 23. januar 2009 hvor det hevdes av GMB hadde en betydelig egeninteresse i at prosjektet skulle dras ut i tid. Wega hadde derfor et begrunnet behov for å verifisere og kvalitetssikre grunnlaget for påstandene før disse ble offentliggjort i markedet og Selskapet tok stilling til om det ville være nødvendig å tilføre prosjektet ytterligere egenkapital med de opplysningene som forlåg på dette tidspunktet. Av den grunn ble det ved behandlingen av budsjettet i styremøtet avholdt 17. juni 2008 presisert i styreprotokollen at det dreide seg om "possible cost overruns" og at komiteen som skulle gjennomføre arbeidet med å innhente ytterligere kapital kun skulle iverksette arbeid "if necessary".

Arccon Pty Ltd. (Australia) ble engasjert kort tid etter styremøtet og fikk som tidligere nevnt i oppdrag å gjennomføre en revisjon av GMBs tidsplan og kostnadsoverslag. At opplysningene på dette tidspunktet ikke var tilstrekkelig spesifikke til å trekke en slutning om hvorvidt det var behov for ytterligere finansiering eller ikke, vises klart av at Selskapet faktisk ikke iverksatte arbeid med å innhente ytterligere kapital.

### 2. Vurderingen foretatt av Selskapets bankforbindelse

Selskapet anfører at det ble inngått en låneavtale med Macquarie Bank ( Macquarie ) 4. juli 2008 og som sikret finansieringen av Inata-prosjektet ved at Selskapet ble gitt en trekkfasilitet på MUSD 65. Selskapet understreker det at Macquarie er en av verdens ledende banker for finansiering av gruveprosjekter og besitter betydelig kompetanse knyttet til evaluering og finansiering av slike prosjekter. Selskapet anfører at banken forutsatte at Inataprosjektet til enhver tid var fullfinansiert. I forbindelse med inngåelsen av låneavtalen gjennomførte Macquarie en due diligence av Inata-prosjektet hvor banken ble gitt tilgang til samtlige månedsrapporter fra GMB fra januar 2008. Videre ble banken fortløpende orientert om utviklingen av Inata-prosjektet, inklusive Arccon-rapporten. I forbindelse med de forskjellige trekkene på lånefasiliteten som ble foretatt i perioden 10. juli 2008 til 14. oktober 2008, foretok Macquarie en vurdering av hvorvidt kravet om fullfinansiering var oppfylt. Det ble herunder foretatt utbetaling på MUSD 21,5 til Inata-prosjektet etter at Arcconrapporten forelå 25. august 2008. Det anføres at dette klart viser at banken på disse tidspunktene mente det ikke var noe behov for at Inata-prosjektet måtte tilføres ytterligere kapital for å kunne ferdigstilles. Selskapet anfører videre at det med bakgrunn i finanskrisen, må legges til grunn at banken hadde en særskilt interesse i å foreta en nøye gjennomgang av slike forhold forut for utbetaling av beløp i denne størrelsesorden. Videre anføres det at når en ekstern part som Macquarie, med svært høy kompetanse vedrørende gruvedrift vurderte det dit hen at Inata-prosjektet ikke hadde behov for ytterligere finansiering, kan det ikke foreligge presise opplysninger om kostnadsoverskridelser og behov for en emisjon som medførte at Selskapet måtte meddele dette til markedet.

### 3. Størrelsen på en eventuell emisjon/andre alternativer

Selskapet anfører at det per 17. juni 2008 ikke var opplysninger som tilsa at Selskapet ville ha behov for å gjennomføre en emisjon i størrelsesorden MNOK 275 til MNOK 300. Det vises til at størrelsen på eventuelle kostnadsoverskridelser på dette tidspunktet var svært usikker og at Selskapet fortløpende kunne redusere behovet for og størrelsen av en eventuell emisjon gjennom kostnadskutt for den gjenværende delen av

2008 og 2009. Selskapet viser til at letkostnadene også ble redusert fra ca. MNOK 10 per måned til ca. MNOK 5 per kvartal. Det understrekes videre at likviditetsbudsjettene det ble operert med ikke var basert på kommitterte forpliktelser, men en ekspansiv forretningsplan. Selskapet anfører videre at det i tillegg var mulighet for å finansiere hele eller deler av en eventuell kostnadsoverskridelse på andre måter enn gjennom en emisjon. Selskapet viser her til en såkalt cost overrun facility tilgjengelig i Handelsbanken på ca. MUSD 11.

5.3 Vedrørende kravet til at opplysningene må være "egnet" til "merkbart" å påvirke kursen

Wega Mining anfører at opplysningene Selskapet hadde den 17. juni 2008 ikke var egnet til merkbart å påvirke kursen på Selskapets aksjer.

Det vises herunder til at det oppstilles et krav om at opplysningene sannsynligvis vil benyttes, innebærer at det må være sannsynlighetsovervekt for at opplysningene benyttes av en alminnelig "fornuftig investor". I avsnitt (1) i fortalen til første kommisjonsdirektiv er det utdypet nærmere hva en reasonable investor normalt vil basere sin beslutning på. Her uttales det:

*Such an assessment has to take into consideration the anticipated impact of the information in light of the totality of the relevant issuer's activity, the reliability of the source of information and any other market variables likely to affect the related financial instruments or derivative financial instrument related thereto in the given circumstances.*

I praksis innebærer det at mer eller mindre alle mulige markedsvariabler vil kunne tas i betraktning i en slik vurdering. Hvorvidt opplysninger faktisk sett har et kurspåvirkningspotensial må bero på en konkret vurdering. Wega mener at opplysningene som forelå 17. juni 2008 ikke var av en slik karakter at en alminnelig fornuftig investor ville lagt vekt på disse i en beslutning om å investere i Selskapets aksjer. Selskapet anfører at kilden for informasjonen var ikke pålitelig. Videre var informasjonen på dette tidspunktet så uklar at det ikke kan sies at det forelå sannsynlighetsovervekt for at Selskapet ville ha behov for å hente inn ytterligere kapital. Det må legges til grunn at en fornuftig investor normalt vil legge vekt på dette i forbindelse med en investeringsbeslutning.

Videre anføres at de vesentlige kursdriverne i Selskapet på dette tidspunktet erfaringsmessig ikke var knyttet til kostnadsoverskridelser i forbindelse med ferdigstilling av prosjekter. Det vises herunder til at i forbindelse med offentliggjøring av Wegas Q1 rapport den 9. mai 2008 ble det samtidig offentliggjort opplysninger om en kostnadsoverskridelse på MUSD 16 i tilknytning til Inata-prosjektet. Dette hadde ingen merkbar innvirkning på Selskapets aksjekurs. Etter Selskapets oppfatning var de generelle kursdriverne på dette tidspunktet a. gullprisen og forventningene til denne; b. opplysninger om gullreserver; og c. oppkjøpsplaner. At kursdriverne faktisk sett endret seg som et resultat av finanskrisen høsten 2008 kan ikke være av betydning når man skal vurdere hvorvidt det forelå innsideinformasjon i juni 2008.

Videre anføres at markedet allerede var informert om at det kunne bli behov for emisjoner i Wega. Selskapet viser her til at den ordinære generalforsamlingen avholdt 25. april 2008 ga styret fullmakt til å gjennomføre en kapitalforhøyelse på inntil MNOK 4, tilsvarende ca. 19,25 % av Selskapets aksjekapital. I innkallingen til generalforsamlingen ble det angitt at begrunnelsen for behovet for fullmakten var: "å sikre at selskapet til enhver tid skal ha mulighet til å finansiere lønnsomme oppkjøp, finansiere selskapets drift samt ha mulighet til å honorere opsjonsavtaler. "

Samlet sett er derfor Wega av den oppfatning at opplysningene om

kostnadsoverskridelser i Inata-prosjektet og behovet for tilførsel av ytterligere kapital tidligst var av en slik art at de kunne være "egnet" til "merkbart" å påvirke Selskapets aksjekurs i oktober 2008.

## 6 Børsens vurderinger

### 6.1 Spørsmålet om det forelå innsideinformasjon

#### 6.1.1 Kurspåvirkningspotensialet

Spørsmålet er om opplysningene om behovet for ytterligere egenkapital, forårsaket av forsinkelsene og kostnadsoverskridelsene på Inata prosjektet, hadde et "merkbart" kurspåvirkningspotensial etter vphl. § 3-2 (1).

Opplysninger om at et selskap har behov for ytterligere egenkapital og vil måtte komme til å gjennomføre en emisjon må normalt antas å påvirke kursen på en aksje. Kurspåvirkningspotensialet øker som følge av emisjonens relative størrelse i forhold til selskapet.

Wegas kapitalbehov som følge av potensiell forsinkelse og kostnadsoverskridelser ble i juni 2008 anslått til 175 millioner kr innen utgangen av 2008 og ytterligere 100 millioner kr for første halvår 2009, til sammen 275 millioner kr, jf. styrereferat fra 17. juni 2008. Opplysningene medførte også at styret justerte budsjettet. For øvrig var styret på dette tidspunkt av den oppfatning at Selskapet kunne klare seg uten tilførselen av egenkapital til midten av september 2008 gjennom å trekke på lånefasiliteter. I styremøtet 23. oktober 2008 diskuterte styret behov for en emisjon i størrelsen 275 til 300 millioner kr for å unngå likviditetsunderskudd mot midten av november 2008. Basert på et kapitalbehov i den lave enden av intervallet, dvs. 275 millioner kr og Selskapets markedsverdi per hhv. 17. juni 2008 på 1 622 millioner kr, 25. august 2008 på 1490 millioner kr og 23. oktober 2008 på 490 millioner kr, utgjorde kapitalbehovet hhv. 17,0 %, 18,5 % og 56,1 % av Selskapets markedsverdi.

Emisjonens relative størrelse økte som følge av kollapsen i finansmarkedene. Kurspåvirkningspotensialet økte enda sterkere. Det som i juni kunne se ut som en kurant emisjon innebar fra slutten september en betydelig utfordring i forhold til å hente inn ny kapital.

Børsen legger til grunn at opplysninger om en emisjon av en relativ størrelse innen ovennevnte intervall har et "merkbart" kurspåvirkningspotensial. At kapitalbehovet knyttet seg til overskridelser på Selskapets vesentligste prosjekt og inntektskilde styrker kurspåvirkningspotensialet.

Wega anfører at GMB rapporten var udokumentert og spekulativ og derfor ikke kunne anses som tilstrekkelig presis. Etter børsens oppfatning er dette et spørsmål om opplysningene i rapporten og følgene av rapporten hadde tilstrekkelig kurspåvirkningspotensial. I en konstellasjon som denne, med to kontraktsparter med potensielt motstridende interesser, må det antas at en fornuftig investor ville ha lagt til grunn GMBs vurdering av forsinkelsen og kostnadsoverskridelsene som minst like kvalifisert som Wegas. Videre var konsekvensen av GMBs vurdering, etter Wegas oppfatning, at det var behov for å gjennomføre en emisjon. Styret fattet på denne bakgrunn vedtak om å avgi fullmakt til å velge tilrettelegger og gjennomføre emisjon dersom nødvendig. En fornuftig investor ville normalt ha lagt vekt på disse opplysningene i forbindelse med en investeringsbeslutning. Ytterligere undersøkelser og vurderinger fra Selskapet og de involverte parter for å verifisere GBMs anslag over ferdigstillelsestidspunkt og kostnadsoverskridelser ville således ikke kunne endre dette. Verifiseringen som forelå 25. august 2008 gjennom Arcon-rapporten innebar kun at innsideinformasjonen ble bekreftet.

Det bemerkes også, til illustrasjon av fornuftig-investor-testen og uten noen avgjørende betydning, at selskapets primærinnsidere ved en rekke anledninger ervervet aksjer i Selskapet gjennom 2007, men ikke etter den rettede emisjonen i april 2008.

Wega kan ikke høres med at det forelå andre alternative finansieringskilder eller at kostnadsreduksjon ville avhjelpe behovet for emisjon. Børsen viser herunder til merknaden i punktet under vedrørende trekkfasiliteten i Macquaire bank. Børsen viser videre til at styret 17. juni 2008 vurderte emisjon som nødvendig dersom forsinkelsene og kostnadsoverskridelsene kunne legges til grunn, jf. også vurderingen i punktet under. Utover trekkfasiliteten i Macquaire, inneholder styreprotokollene fra 17. juni til 23. oktober 2008 heller ingen opplysninger om hvilke andre konkrete finansieringskilder som eventuelt ble vurdert. Utviklingen viste også at emisjonsalternativet var nødvendig. Selskapet har ikke på noen måte dokumentert at det forelå andre reelle alternativer til emisjon i nevnte størrelsesorden.

Når det gjelder anførselen om at markedet gjennom emisjonsfullmakten var informert om kommende emisjoner bemerker børsen at denne var for generell til å utlikne informasjonen om emisjonen som følge av forsinkelsen og kostnadsoverskridelsen.

På denne bakgrunn legger børsen til grunn at opplysningene om emisjonsbehovet som følge av kostnadsoverskridelsen og forsinkelsen hadde tilstrekkelig kurspåvirkningspotensial til å bli rammet av vphl. § 3-2.

#### 6.1.2 Presise opplysninger

Per 17. juni 2008 var Selskapet kjent med GBMs anslag over kostnadsoverskridelser og utsatt mekanisk ferdigstilling. Inata-prosjektet utgjorde hoveddelen av Selskapets anslåtte utvinning av gull for 2009 og derfor av stor betydning for Selskapets inntekter, likviditet og kapitalbehov. Allerede 17. juni 2008 var styret av den oppfatning at forsinkelser og økte kostnader som følge av kostnadsoverskridelser ville medføre et likviditetsbehov som bare kunne dekkes gjennom tilførsel av ny egenkapital, jf. styrevedtaket av denne dato. Børsen er av den oppfatning at det allerede fra denne dato foreslå "presise" opplysninger i lovens forstand. Etter børsens vurdering kan det ikke være tvilsomt at GMB rapporten og styrets vurdering utgjorde presise opplysninger. Det vises herunder til at styret den 17. juni 2008 som følge av rapporten avga fullmakt til å velge tilrettelegger og gjennomføre emisjon dersom nødvendig. Hvorvidt rapporten og følgene av den hadde kurspåvirkningspotensial er vurdert i punktet over.

Wegas anførsel om at Selskapet hadde tilstrekkelig finansiering gjennom låneavtalen med Macquaire kan ikke få innvirkning på vurderingen av om det forelå innsideinformasjon. Lånefasiliteten på MUSD 65 er omtalt i Selskapets prospekt datert 22. april 2008 i forbindelse med en rettet emisjon på MNOK 200. Det fremgår av prospektets side 12 at Selskapet inngikk et "letter of offer" med Macquaire Bank i februar 2008. Videre fremgår det at "[T]he facility will be used to fund the cost of construction and development of the Inata gold project". Lånefasiliteten er omtalt i Q1 presentasjonen datert 9. mai 2008 s. 6 som "\$ 65 million project financing in place". Selskapet må således ha forutsatt benyttet lånet til ferdigstilling av Inata-prosjektet etter prosjektplan som lå forut for 17. juni 2008. Det vises også til styrereferatet fra 17. juni 2008 hvor det fremgår at selskapet, som følge av forsinkelsen og kostnadsoverskridelsen, kunne klare seg med lånefinansiering til medio september 2008, men deretter ville kreve tilførsel av egenkapital. Det vises også til styrereferatet av 6. august 2008 hvor det fremgår at Selskapet trenger egenkapitalfinansiering innen utgangen av september 2008 for ikke å være i brudd med covenants (forutsetningsvis i låneavtaler.)

#### 6.1.3 Andre vilkår

Opplysninger opphører å være innsideinformasjon dersom de blir offentliggjort eller alminnelig kjent, jf. vphl. § 3-2. Det legges til grunn at opplysninger om emisjonen først

ble offentliggjort og alminnelig kjent gjennom børsmeldingen 31. oktober 2008.

Børsen bemerker at Selskapets mangelfulle og feilaktige håndtering av insideinformasjonen innebar at markedet ble feilinformert gjennom presentasjonen av H1 2008 8. august 2008, både om fremdrift, kostnadsoverskridelse og emisjonsbehov. Det vises herunder til at markedet gjennom Q1 2008 rapporteringen var blitt forespeilet at Selskapet hadde tilstrekkelig likviditet inntil forutsatt innteksstrøm fra oppstarten av Inata-prosjektet.

#### 6.1.4 Oppsummering

Etter børsens vurdering synes det klart at opplysninger om kapitalbehov som følge av forsinkelser og kostnadsoverskridelser ved Inata-prosjektet var å anse som insideinformasjon etter vphl. § 3-2. Opplysningene antok denne karakteren senest da styret 17. juni 2008 konkluderte med at en forsinkelse og kostnadsoverskridelse ville medføre et behov for tilførsel av minimum 275 millioner kroner i egenkapital. Så sent som i mai samme år hadde Selskapet opplyst at de var i rute med Inata-prosjektet. Opplysningene ble bekreftet da Arcon-rapporten forelå 25. august 2008. Etter finansmarkedenes fall i september 2008 ble kurspåvirkningspotensialet styrket.

#### 6.2 Offentliggjøringsplikt – utsatt offentliggjøring

Basert på de foreliggende opplysninger legger børsen til grunn at Selskapet i perioden 17. juni 2008 frem til rundt 20. oktober 2008 arbeidet med å foreta ytterligere verifisering av forsinkelsene og kostnadsoverskridelsene på Inata-prosjektet. Det fremkommer imidlertid ikke opplysninger om at Selskapet arbeidet konkret med emisjonen før 21. oktober 2008.

Etter børsens oppfatning foreligger det legitime interesser for utsatt offentliggjøring bare dersom offentliggjøring vil kunne skade en pågående prosess, typisk en igangsatt emisjonsprosess, jf. også ordlyden i vphl. § 5-3 (2) nr. 1 "Pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter". Børsen bemerker at det fra styremøtet 17. juni 2008 og i en kort periode fremover kan ha foreligget en slik legitim interesse i å utsette offentliggjøring av å rette eller få garantert en emisjon straks etter junimøtet, fordi en offentliggjøring ville kunne forstyrre en slik bookbuilding til skade for selskapet og derved Selskapets aksjonærer i for stor grad, jf. også lovens uttrykk "begrenset periode". En utsatt offentliggjøring ville således forutsette at Selskapet faktisk arbeidet med en emisjon, hvilket ikke var tilfellet før senere. Børsen påpeker videre at det heller ikke forelå adgang til å utsette offentliggjøring til over sommeren i påvente av verifisering av grunnlaget for emisjonsbehovet.

Etter børsens oppfatning forelå det således ikke omstendigheter som utgjorde legitime interesser som kunne tilsa utsatt offentliggjøring etter vphl. § 5-3, jf løpende forpliktelser pkt. 3.1.2. Selskapet var vel kjent med de omstendigheter som utgjorde insideinformasjonen. Det er således uten betydning hvorvidt Selskapets unnlattelse av å offentliggjøre insideopplysningene fra 25. august 2008 skyldes at Selskapet ikke selv vurderte opplysningene som insideinformasjon eller andre grunner, herunder villfarelse.

Selskapet har således forsettelig brutt plikten til umiddelbart å offentliggjøre insideinformasjon, jf. vphl. § 5-2 (1), jf løpende forpliktelser pkt. 3.1.1 (1).

#### 7 Sanksjon

Etter gjeldende regler har børsen fått delegert myndighet til å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på selskapets løpende informasjonsplikt etter verdipapirhandelloven §§ 5-2 og 5-3, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 (3) tredje punktum og § 15-1 (2), jf. verdipapirforskriften § 13-1. Overtredelsesgebyret tilfaller statskassen, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 (4) annet punktum.

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

Ved vurdering av hva som er riktig sanksjonsform for denne typen brudd har børsen sett hen til avgjørelser i lignende saker. Kortvarige overtredelser av informasjonsplikten har i praksis vært sanksjonert med én til to ganger årlig kursnoteringsavgift, jf. for eksempel Børsklagenemndas sak 1/07, børsstyrets sak 25/2005, sak 39/2005 og sak 32/2004. Ved noe mer alvorlige overtredelser har overtredelsesgebyret vært på 4 ganger årlig kursnoteringsavgift, jf. for eksempel Børsklagenemndas sak 3/04 hvor offentliggjøring skjedde 12 børsdager etter terminering av kontrakt. I Børsklagenemndas sak 2/2006 ble selskapet ilagt overtredelsesgebyr tilsvarende 8 ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på informasjonsplikt og forbud mot usaklig forskjellsbehandling. I sak 1/2002 stadfestet Børsklagenemnden børsens ileggelse av overtredelsesgebyr på 5 ganger årlig kursnoteringsavgift. I en situasjon med rykter og spekulasjoner i markedet var styrets emisjonsforslag kl. 10 ikke meddelt markedet før kl. 15.30 samme dag, samtidig som emisjonen ble meldt fulltegnet.

Børsen har ved utmålingen i skjerpene retning særlig lagt vekt på at overtredelsen av plikten til å offentliggjøre innsideinformasjonen foregikk over et langt tidsrom, fra 17. juni 2008 til 31. oktober 2008, altså over fire måneder. Skadepotensialet var derfor betydelig. Overtredelsen av offentliggjøringsplikten fremstår også som forsettelig, særlig mot slutten av perioden.

I skjerpene retning har børsen videre lagt vekt på at det var stor risiko for lekkasje av kurssensitiv informasjon, jf. selskapets mistanke om dette. Det er uklart når lekkasje kan ha oppstått, men handelsmønsteret og daværende daglig leders henvendelse til børsen innebærer at en eventuell lekkasje har skjedd før kl. 11.24 fredag 31. oktober 2008, slik at lekkasjen potensielt har hatt virkning i noen tid frem til suspensjon ble iverksatt kl. 11.39.

Selskapets kursnoteringsavgift for 2009 er 102 000 kroner.

Vedtak:

For brudd på plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon etter verdipapirhandelloven § 5-2 (1) ilegges Wega Mining ASA et overtredelsesgebyr på 8 ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 816 000 kroner, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd og § 15-1, jf. verdipapirforskriften § 13 1.

### **5.2.3 Bjørge ASA - Informasjonshåndtering i forbindelse med inngåelse av rammeavtale**

Det vises til korrespondanse vedrørende ovennevnte, sist vår e-post av 10. desember 2008.

Våren 2007 var Bjørge ASA ved selskapets pumpedivisjon ("Bjørge") i forhandlinger med StatoilHydro ASA ("StatoilHydro") om inngåelse av rammeavtale for reparasjon og modifikasjon av pumper på StatoilHydros installasjoner on- og offshore.

Den 27. juni 2008 sendte StatoilHydro intensjonsavtale til Bjørge for godkjenning. Bjørge signerte og returnerte avtalen 2. juli 2008. Avtalen inneholdt en klausul om at Bjørge ikke hadde anledning til å publisere informasjon om avtalen uten godkjenning fra StatoilHydro. På denne bakgrunn ble avtalen først offentliggjort før børsåpning 10. juli 2008.

Endelig avtale ble signert 17. oktober 2008, jf. omtale i selskapets tredjekvartalsrapport offentliggjort 29. oktober 2008.

Selskapet har opplyst at avtalen er strategisk viktig for Bjørge. Estimert årlig volum ligger på om lag 30 millioner kroner, tilsvarende fire til fem prosent av selskapets årsomsetning. Offentliggjøring av avtalen synes ikke å ha gitt utslag i aksjenes markedskurs. Det påpekes imidlertid at det er begrenset likviditet i selskapets aksje.

Etter selskapets oppfatning var opplysningene om intensjonsavtalen innsideinformasjon fra 27. juni 2008 til offentliggjøring av melding 10. juli 2008.

Verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd lyder:

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

Det kan etter børsens oppfatning ikke være tvilsomt at opplysningene om den fremforhandlede intensjonsavtale var å anse som innsideinformasjon for Bjørge fra mottak av avtale fra StatoilHydro 27. juni 2008. Dette er da også bekreftet av selskapet. Opplysningene om avtalen skulle således ha vært offentliggjort senest på dette tidspunkt.

Selskapet har ikke anført at vilkårene for utsatt offentliggjøring var til stede, jf. Verdipapirhandelloven § 5-3. Basert på de fremlagte opplysninger kan børsen heller ikke se at det er grunnlag for en slik anførsel. Børsen påpeker særskilt at en avtalebestemt plikt til å bevare konfidensialitet etter at avtale er inngått ikke i seg selv gir grunnlag for utsatt offentliggjøring. Selskapet har for øvrig heller ikke underrettet børsen om utsatt offentliggjøring slik løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper pkt 3.1.2 pkt 3, jf også verdipapirforskriften § 5-1 krever.

På denne bakgrunn antar Oslo Børs at selskapet har overtrådt verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd. Etter en samlet vurdering av saken finner børsen ikke grunn til å ilegge noen sanksjon etter børsloven § 31. Det understrekes imidlertid at selskapets informasjonshåndtering har vært kritikkverdig, og ikke er akseptabel for et børsnotert selskap. Oslo Børs vil ikke sende pressemelding om kritikken, men vil kunne gjøre dette brevet kjent i andre sammenhenger. Oslo Børs anser saken som avsluttet.

Oslo Børs oppfordrer Bjørge til å gjennomgå sine rutiner for informasjonshåndtering. Videre ønsker børsen med dette å invitere til et møte for gjennomgang av gjeldende regelverk for børsnoterte selskaper, med særlig fokus på den løpende informasjonsplikten. Dersom dette skulle være av interesse, bes selskapet ta kontakt for avtale av et tidspunkt som måtte passe.

### **5.3 UTTALELSER OM INFORMASJONSPLIKT**

#### **5.3.1 Testresultater- en eller flere opplysninger (e-post av 19.10.2009)**

Vårt utgangspunkt er at resultatet av hver enkelt av de omtalte studiene vesentlig endrer sannsynligheten for et samlet resultat i den ene eller annen retning, og at det ikke er i samsvar med informasjonsplikten å avvente offentliggjøring av en opplysning i påvente av en ny opplysning i samme sakfelt for å se om de sammen vil gi bedre og mer nyansert informasjon. I et selskap med prekommersiell virksomhet med usikkerhet om kommersialisering vil opplysninger som sier noe om sannsynligheten for dette veldig fort være innsideopplysninger, og investorene i noen grad måtte leve med at både positive og negative elementer vil komme. I stor grad er det selskapets ansvar å veilede om hvilken betydning enkeltopplysninger har og sette det i sammenheng med øvrige opplysninger; og investorenes risiko å leve med markedets reaksjoner. Å utsette



offentliggjøring av innsideinformasjon vil innebære betydelig risiko for lekkasje og derved for tillitstap.

Verdipapirhandelloven § 5-3 åpner imidlertid for utsettelse av offentliggjøring på nærmere vilkår og hvor inngangsvilkåret er "for ikke å skade sine legitime interesser". Som utgangspunkt synes det noe anstrengt å anse kurspåvirkning som følge av korrekte opplysninger som en skade for selskapet, heller ikke om kursbevegelsen etter selskapets vurdering er uforholdsmessig i forhold til opplysningenes innhold, jf ovenfor om selskapets ansvar for å presentere opplysningene på en veiledende måte. Når det er sagt; det er først og fremst selskapets ansvar å vurdere hva som er legitim skadeinteresse for dem. Eksempelet i vphl § 5-3 (2) nr 2 for hva som typisk kan være legitim skadeinteresse, nødvendig godkjenning av annet selskapsorgan, har sterke likhetstrekk med den beskrevne situasjonen. Dersom øvrige vilkår for utsettelse er til stede, selskapet selv mener å få sine legitime interesser skadet ved umiddelbar offentliggjøring og de plikter som utsettelsen medfører følges, skal det mye til at børsen vil overprøve selskapets vurdering av en utsettelsesbeslutning.

### **5.3.2 Vedrørende guiding til markedet (e-post av 27.10.2009)**

Kort oppsummering av diskusjon, og med forbehold om at jeg ikke kjenner den konkrete saken det refereres til:

I motsatt til tidligere gjeldende regler om informasjonsplikt etter børsforskriften § 5-2 og plikt til å sende resultatvarsel etter børsforskriften § 5-4 (endret ifm gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet i september 2005), er det i dag ingen egen bestemmelse som regulerer resultatvarsler i børsreglene. Guiding, resultatvarsler og annen korrigerende av fremtidsutsikter som antas å utgjøre innsideinformasjon, skal derved vurderes etter hovedregelen om offentliggjøring av innsideinformasjon (jf vphl § 5-2). Herunder om unntaksbestemmelsen vedrørende utsatt offentliggjøring kan ansees oppfylt i tilfeller hvor selskapet tidligere har guidet (jf vphl § 5-3).

Børssirkulære nr 4/2003 er fremdeles gjeldende, likevel slik at ovennevnte hjemmelshenvisninger er endret. Dette sirkulæret gir utstedere en anbefaling om hvorledes informasjon om fremtidsutsikter (guiding) bør håndteres. Utsagnet fra utstederen du refererer til er følgelig i rimelig overensstemmelse med sirkulæret (se spesielt sirkulærets pkt 5). Dog kan dette synes tatt noe ut av sin sammenheng ved at det tas til inntekt for å unnlate å gi informasjon om forutsetningene som ligger til grunn for opplysninger som gis i regnskapet. Hensikten med anbefalingen i sirkulæret om bl.a. ikke å gi "informasjon om fremtidsutsikter som bygger på forhold som selskapene ikke selv i stor grad styrer eller kan påvirke" er å unngå å skape usikkerhet. Dette kan vanskelig synes relevant i denne sammenheng.

Uavhengig av ovennevnte antas det at de spesifikke regnskapsbestemmelser har forrang fremfor en anbefaling i form av børssirkulære dersom det skulle være motstrid.

## **5.4 INFORMASJONSDOKUMENT**

Se pkt 2.1.2, 5.1.4 og 4.3.2.

## **5.5 LIKEBEHANDLING/GOD BØRSSKIKK**

### **5.5.1 Deling av Rem Offshore ASA – likebehandling og god børsskikk (brev av 02.06.2009)**

#### **1 Innledning**

Det vises til melding fra Rem Offshore ASA (Rem Offshore) vedrørende ovennevnte offentliggjort 14. april 2009, samt informasjonsdokument fra selskapet datert 12. mai 2009.

Oslo Børs mottok 16. april 2009 et brev fra Kaldbakur hf (Kaldbakur) som minoritetsaksjonær i Rem Offshore der det ble anført at den planlagte transaksjon innebar et brudd på de aksje- og verdipapirrettslige likebehandlingsregler og børsnoteerte utstederes plikt til å følge god børsskikk. I brev 21. april 2009 fra advokatfirmaet Schjødt sluttet Olympic Orion AS (Olympic) seg til Kaldbakurs anførsler med noe utfyllende argumentasjon.

Minoritetsaksjonærenes brev ble forelagt Rem Offshore og Åge Remøy, som i brev fra advokatfirmaene BAHR og Thommessen av hhv. 28. og 29. april 2009 ga sine merknader til de fremsatte anførsler. Disse brevene ble i sin tur kommentert av advokatfirmaene Wiersholm og Schjødt på vegne av hhv. Kaldbakur og Olympic i brev 6. mai 2009.

I etterkant av korrespondansen mellom partene stilte Oslo Børs i brev 25. mai 2009 supplerende spørsmål til Rem Offshore, som ble besvart i brev fra advokatfirmaet BAHR 26. mai 2009. På forespørsel fikk børsen fremlagt avtale mellom Rem Offshore, Solstad Rederi AS (Solstad) og selskaper kontrollert av Åge Remøy (Remøy-selskapene) datert 13. april 2009, samt notat til styret i Rem Offshore fra advokatfirmaet BAHR datert 2. april 2009.

Foruten de ovennevnte problemstillinger tok Kaldbakur og Olympic opp spørsmålet om den planlagte transaksjon ville utløse tilbudsplikt for Åge Remøy og selskaper kontrollert av ham. Dette spørsmålet ble vurdert i børsens brev av 26. mai 2009.

## 2 Transaksjonen

Transaksjonen innebærer en deling av Rem Offshore mellom selskapets to hovedaksjonærer Remøy-selskapene og Solstad, som etter det opplyste eier hhv. 39,9 prosent og 48,7 prosent av aksjene i selskapet.

Delingen skal skje i samsvar med avtale inngått mellom selskapet og de to hovedaksjonærene, og innebærer at en del av selskapets flåte sammen med visse eiendels- og gjeldsposter overføres til Solstad. Transaksjonen i Rem Offshore er tenkt strukturert som en selskapsrettslig kapitalnedsettelse. Solstads aksjer i Rem Offshore slettes mot at Solstad får som vederlag aksjene i Rem Offshores datterselskap Rem Exit AS (Rem Exit). Rem Exit eier de skip mv. som skal skilles ut av Rem Offshore.

Minoritetsaksjonærene i Rem Offshore får valget mellom 1) å beholde sine aksjer i selskapet eller 2) motta aksjer i Rem Exit i samme forhold som kapitalnedsettelsens andel av utestående aksjer, dvs. for 48,7 prosent av de aksjer som de eier i Rem Offshore før delingen.

Dersom noen av aksjonærene velger alternativ 2), med den konsekvens at Solstad ikke får 100 prosent eierandel i Rem Exit, er det etablert en mekanisme for å sørge for at Solstad kommer under 90 prosent i Rem Exit.

Solstad har på visse vilkår forpliktet seg til å integrere Rem Exit i sin virksomhet innen 12 måneder med oppgjør i aksjer i det børsnoteerte Solstad Offshore ASA. Konverteringskursen vil bli fastsatt basert på verdijustert egenkapital, jf. informasjonsdokument av 12. mai 2009 pkt. 6.4.4.

Etter gjennomføring av transaksjonen vil Remøy-selskapenes eierandel i Rem Offshore øke fra ca. 39,9 prosent til mellom ca. 68,25 prosent og 77,74 prosent.

Kapitalnedsettelsen skal behandles i selskapets generalforsamling 2. juni 2009.

## 3 Anførsler fra Kaldbakur og Olympic

Kaldbakur og Olympics anførsler kan samlet sett oppsummeres som følger:

- (1) Transaksjonsavtalen innebærer en forfordeling av selskapets to hovedaksjonærer, som ikke kan forsvares ut fra hensynet til selskapets og aksjonærenes felles interesser. Avtalen innebærer et brudd på likebehandlingsreglene i allmennaksjeloven § 6-28, verdipapirhandelloven § 5-14 og løpende forpliktelser pkt. 2.1.
- (2) Forfordelingen består for det første i at Solstad får mulighet til å innløse sin aksjepost i Rem Offshore 100 prosent mot aksjer i Rem Exit. Minoritetsaksjeeierne får bare anledning til å innløse 48,7 prosent av sine aksjer.
- (3) For det andre har Remøy-selskapene og Solstad avtalt en "etterjustering" for å sikre at Solstad - dersom Solstad ikke får 100 prosent eierandel i Rem Exit - får en eierandel på mindre enn 90 prosent i dette selskapet.
- (4) For det tredje blir de som velger å benytte seg av retten til aksjer i Rem Exit minoritetsaksjeeiere i et unotert selskap med usikre fremtidsutsikter. Ombyttingen til aksjer i Solstad skjer først om 12 måneder og uten at prisen er fastsatt.
- (5) Remøy-selskapene og Solstad får kontroll i hhv. Rem Offshore og Rem Exit. En slik kontroll har en verdi som de øvrige aksjonærer ikke får del av. Dermed skjer det en urettmessig verdioverføring fra selskapet og de øvrige aksjonærene til de to hovedaksjonærene som en direkte konsekvens av transaksjonen.
- (6) Selskapet har i sitt arbeid med transaksjonen ikke søkt kontakt med minoritetsaksjonærene.
- (7) Det er vanskelig å se den forretningsmessige begrunnelsen for transaksjonen og bakgrunnen for styrets tilslutning. Det er ikke gjort noe forsøk på å sannsynliggjøre at forutsetningene for å videreføre virksomheten blir bedre etter gjennomføring av transaksjonen. Selskapet har da også levert meget gode resultater i perioden, og minoritetsaksjonærene har ikke inntrykk av at verken styret eller ledelsen har blitt nevneverdig hemmet i utførelsen av selskapets operative virksomhet. Eiersituasjonen har ikke hatt vesentlig negative konsekvenser for andre enn aksjonærene.
- (8) Under enhver omstendighet burde ikke Åge Remøy i egenskap av aksjonær og daglig leder kunne legge premisser for selskapets fremtid.
- (9) Styret synes nærmest å ha resignert å ta selvstendig stilling til problemstillinger relatert til likebehandlingsprinsippet, og overlater dette til flertallet i generalforsamlingen. Styret har imidlertid et selvstendig ansvar for å hindre usaklig forskjellsbehandling.
- (10) Samlet sett synes transaksjonen konstruert for å løse et "problem" for hovedaksjonærene på bekostning av minoritetsaksjonærene, og på en måte som gir hovedaksjonærene kontroll på hver sin del av selskapet. Hovedaksjonærenes ønske om absolutt kontroll er ikke noe legitimt hensyn for å frata minoritetsaksjonærene deres vern etter verdipapirhandel- og allmennaksjeloven.
- (11) Manglende likviditet i aksjen brukes som begrunnelse for å foreslå en transaksjon som klart nok vil måtte føre til langt dårligere likviditet. Resultatet av transaksjonen - med en halvering av selskapets markedsverdi

og en betydelig eierkonsentrasjon – vil imidlertid ble en ytterligere forverring av likviditeten.

- (12) Tiltredelse og gjennomføring av aksjonæravtalen vil også være i strid med god børsskikk. Dette grunnes på mye av de samme betraktninger som for likebehandlingsprinsippet. Rem Offshores administrerende direktør og hovedaksjonær Åge Remøy har brukt selskapets ressurser til å tilrettelegge for en prosess som nærmest utelukkende er i hovedaksjonærenes interesser. Det stilles spørsmål ved om Åge Remøys håndtering er i samsvar med allmennaksjeloven § 6-28. Det påpekes også at transaksjonen er strukturert med det formål å unngå tilbudsplikt samt å forhindre at minoritetsaksjonærene kan kreve seg innløst i Rem Exit.

#### 4 Anførsler fra Rem Offshore

- (1) Ut fra styrets vurdering er eiersituasjonen uheldig for selskapet. Den beslaglegger tid og ressurser som skulle vært konsentrert om selskapets ledelse og drift, og skaper begrensninger og usikkerhet for selskapets videre utvikling. Det er vanskelig å bedømme hvor negativt eiersituasjonen har innvirket på selskapets resultater og langsiktige utvikling, og de gode markedsforholdene kan ha bidratt til å begrense skadevirkningene noe. I dagens økonomiske klima er det imidlertid grunn til å frykte for at fortsatt uavklarte eierforhold vil ha tiltagende negativ betydning. I tillegg til den usikkerhet det skaper, gjelder det de betydelige ledelsesressurser som går med til å arbeide for å løse situasjonen i en tid hvor forutberegnelighet og fokus på forretningsvirksomhet er svært viktig.
- (2) Den låste eiersituasjonen med begrenset likviditet innebærer at formålet med børsnotering ikke oppfylles, og det skjer ingen reell markedsmessig prising av selskapets aksjer. Dette begrenser selskapets handlefrihet.
- (3) Det var ingen uenighet i styret om at situasjonen var lite ønskelig og at styret burde medvirke til en løsning.
- (4) Styret engasjerte Carnegie ASA som finansiell rådgiver og advokatfirmaet BAHR som juridisk rådgiver for å foreta en vurdering av hovedaksjonærenes forslag til deling av selskapet fremlagt i styremøte 30. mars 2009. På bakgrunn av de råd styret fikk, ble administrasjonen bedt om å arbeide videre med en mulig deling av selskapet med sikte på å finne frem til den transaksjonsmodell som både ivaretok aksjonærfellesskapets og selskapets interesser for øvrig.
- (5) I perioden 3. til 13. april 2009 ble det arbeidet med å gjøre endringer i forslaget til deling, blant annet for å utvide minoritetsaksjonærenes valgfrihet ved kapitalnedsettelsen og avklare hvordan aksjene i Rem Exit kunne sikres bedre likviditet. Styrets mindretall (Baldvinsson) mente at det fremlagte forslag ikke var akseptabelt av hensyn til minoritetsaksjonærenes interesser.
- (6) Det ble foretatt endringer i det fremlagte avtaleutkast basert på styrets tilbakemeldinger, men samtaler med hovedaksjonærene underbygget at det ikke ville være mulig å få gjennomført ytterligere endringer i transaksjonsstrukturen. Styret hadde således valget mellom å slutte seg til den foreslåtte deling eller avslutte de pågående forhandlinger. Basert på innhentede råd og en avveining av selskapets interesser, besluttet styrets flertall å inngå en avtale med Solstad og Remøy-selskapene.
- (7) Styrets flertall vurderer det slik at gjennomføring av delingen vil være i selskapets interesse og på en forsvarlig måte ivareta alle aksjonærenes

interesser. Rem Offshore vil kunne videreføres som et finansielt sunt selskap med sikte på fortsatt notering på Oslo Børs, og vil kunne arbeide langsiktig for videre vekst og utvikling med en målsetning om over tid å styrke likviditeten i selskapets aksjer.

- (8) Styrets oppgave er å bidra til at aksjonærene i selskapet kan realitetsbehandle kapitalnedsettelsen og muliggjøre delingen. Det vil være opp til selskapets generalforsamling å fatte den endelige avgjørelse i saken.

## 5 Anførsler fra Remøy-selskapene

- (1) Styrets flertall er enig i at delingen av selskapet er i selskapets interesse og på en forsvarlig måte ivaretar alle aksjonærenes interesser. Åge Remøy har ikke deltatt i styrets overveielser om dette.
- (2) Det er vanskelig å se at det forhold at Remøy-selskapene har valgt å "stå tilbake" til fordel for Solstad, slik at Solstad får innløst en større del av sine aksjer, skulle innebære en forskjellsbehandling i strid med aksje- eller verdipapirrettslige likebehandlingsregler.
- (3) Lovgivningen beskytter ikke verdien av å være "på vippen" mellom andre aksjonærgrupper. Likebehandlingsreglene ville åpenbart ikke gitt de aktuelle aksjonærene noen beskyttelse mot at det ble gjennomført en selskapsrettslig transaksjon som hadde medført at "vippeposisjonen" hadde opphørt, for eksempel fisjon eller fusjon. Det forhold at den foreslåtte transaksjon ikke utløser tilbudsplikt kan ikke i seg selv medføre at det foreligger et brudd på aksje- eller verdipapirrettslige likebehandlingsregler.

## 6 Rettslige utgangspunkter

Det verdipapirrettslige likebehandlingsprinsipp er formulert i verdipapirhandeloven § 5-14, som lyder:

*(1) Utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel på norsk regulert marked, 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 utsteders og innehavernes felles interesse.*

*(2) I forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, må utsteders styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte ikke treffe tiltak som er egnet til å gi dem selv, enkelte 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.*

Kredittilsynet fører tilsyn med overholdelse av likebehandlingsregelen, jf. verdipapirhandeloven § 15-1. Verdipapirhandeloven fastsetter ingen sanksjonshjemler for overtredelser av denne.

En tilsvarende bestemmelse er inntatt i løpende forpliktelser pkt. 2.1. Oslo Børs kan sanksjonere vesentlige overtredelser av løpende forpliktelser med overtredelsesgebyr, jf. løpende forpliktelser pkt. 15.4.

Aksjelovgivningens forbud mot myndighetsmisbruk fra styret og ledelsens side følger av allmennaksjeloven § 6-28:

*(1) 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.*

*(2) Styret og daglig leder må ikke etterkomme noen beslutning av generalforsamlingen eller et annet selskapsorgan hvis beslutningen strider mot lov eller mot selskapets vedtekter.*

Overtredelse av allmennaksjelovens likebehandlingsregler håndheves privatrettslig gjennom søksmål om gyldigheten av beslutningen og evt. erstatningskrav som nærmere fastsatt i loven.

Børsforskriften § 14 lyder:

*Utstedere av børsnoterte finansielle instrumenter, børsmedlemmer og børsrepresentanter skal følge god børsskikk.*

Overtredelser av børsforskriften kan sanksjoneres av Oslo Børs ved overtredelsesgebyr, jf. børsloven § 31, jf. børsforskriften § 31. Aksjeutstederes plikt til å følge god børsskikk er også inntatt i løpende forpliktelser pkt. 2.2.

Frem til 1. januar 2008 fulgte en i det vesentlige likelydende likebehandlingsregel av børsforskriften § 23-8. Børsstyret ila ved to anledninger sanksjoner for brudd på børsforskriftens likebehandlingsregel, jf. børsstyrets vedtak 25. juni 2003 Choice Hotels Scandinavia ASA (Vedtak og uttalelser 2003 s. 78) og Børsklagenemndens sak 2/2006 Opticom ASA (Vedtak og uttalelser 2006 s. 49).

## 7 Børsens vurdering - likebehandlingsprinsippet

### 7.1 Utgangspunkter

Som det fremkommer av verdipapirhandeloven § 5-14 første ledd, første punktum, jf. løpende forpliktelser pkt. 2.1, er utstedere av børsnoterte aksjer forpliktet til å likebehandle aksjonærene. Forskjellsbehandling kan imidlertid etter bestemmelsens annet punktum aksepteres dersom denne er saklig begrunnet ut fra selskapets og aksjonærenes felles interesser.

Børsen vil etter gjeldende regler kunne sanksjonere vesentlige brudd på likebehandlingsprinsippet.

Børsstyret har i de tidligere saker uttrykt at man som utgangspunkt ikke vil overprøve selskapets vurdering av rimelighet og saklighet, og i tilfelle bare dersom forskjellsbehandlingen er klart usaklig, grovt urimelig eller det er tatt utenforliggende hensyn.

Det er på det rene at den planlagte transaksjon innebærer en forskjellsbehandling av minoritetsaksjonærene i forhold til Solstad, ettersom Solstad får anledning til å bytte om samtlige eller det vesentlige av sine aksjer i Rem Offshore til aksjer i Rem Exit, mens minoritetsaksjonærene kun får anledning til å bytte aksjene i samme forhold som kapitalnedsettelsens andel av utestående aksjer (48,7 prosent). Minoritetsaksjonærene får imidlertid en alternativ mulighet til å beholde samtlige aksjer i Rem Offshore.

Rent faktisk får transaksjonen som effekt at Remøy-selskapene og Solstad endrer sin posisjon fra konkurrerende hovedaksjonærer i Rem Offshore til dominerende aksjonærer i hhv. Rem Offshore og Rem Exit.

Spørsmålet er om den aktuelle forskjellsbehandling er saklig begrunnet ut fra selskapets og aksjonærenes felles interesse, eller om det foreligger en forskjellsbehandling av slik karakter at det er grunnlag for børsen til å overprøve denne.

Ved vurderingen av dette spørsmålet er det både relevant å se hen til de hensyn som taler for å gjennomføre transaksjonen, styrets behandling av saken og arten og graden av forskjellsbehandling.

## 7.2 Bakgrunnen for transaksjonen

Bakgrunnen for transaksjonen er den fastlåste eiersituasjonen i selskapet mellom Remøy-selskapene og Solstad.

De to hovedaksjonærene har ulike synspunkter på vesentlige strategiske spørsmål for selskapet, og det har siden Solstads bud på selskapet - fremsatt kort tid etter børsnoteringen - pågått en kamp mellom disse. Åge Remøy, som kontrollerer Remøy-selskapene og som også er selskapets daglige leder, har uttrykt at han ikke ønsker at Solstad skal få kontroll over selskapet.

Ut fra styrets vurdering er eiersituasjonen uheldig for selskapet. Styret påpeker at eiersituasjonen beslaglegger betydelige ledelsesressurser, og skaper begrensninger og usikkerhet for selskapets videre utvikling. I hvilken grad dette har påvirket selskapet negativt så langt, fremstår som usikkert. Det fremholdes imidlertid at skadevirkningene vil kunne bli økende.

Kaldbakur og Olympic anfører at eiersituasjonen ikke har hatt vesentlige negative konsekvenser for andre enn (hoved)aksjonærene, og at det er vanskelig å se den forretningsmessige begrunnelsen for den planlagte transaksjon. Selskapet har levert meget gode resultater i perioden, og minoritetsaksjonærene har ikke inntrykk av at verken styret eller ledelsen har blitt nevneverdig hemmet i utførelsen av selskapets operative virksomhet.

Advokatfirmaet BAHR opplyser imidlertid i sitt brev 26. mai 2009 at styret tok et initiativ med sikte på å finne en løsning på den fastlåste eiersituasjonen allerede høsten 2008.

Det er ikke mulig for Oslo Børs basert på de fremlagte opplysninger å ta stilling til om – og i tilfelle i hvilken utstrekning - eierforholdene i Rem Offshore har innvirket negativt på selskapets drift og utvikling eller vil gjøre dette i fremtiden. Generelt kan det påpekes at forhold på eiernivå ikke nødvendigvis vil innvirke på selskapets drift, men at det heller ikke kan utelukkes at det vil gjøre dette. Eksempler på det siste som synes å være aktuelle i denne saken er beslagleggelse av ledelsesmessige ressurser, usikkerhet om selskapets strategi og vanskeliggjøring av strategiske grep for å styrke likviditeten i selskapets aksjer.

Børsen har dermed heller ikke holdepunkter for å overprøve styrets grunnleggende premisser om at det var nødvendig å iverksette tiltak for å løse den fastlåste eiersituasjonen i selskapet.

## 7.3 Styrets behandling av saken

Den problemstilling som da oppstår, er om styret – gitt premisset nevnt i pkt. 7.2 over – synes å ha behandlet saken på en forsvarlig og uhildet måte, eller om det er noe som tyder på at styret har opptrådt vilkårlig, lagt vekt på utenforliggende hensyn eller lignende.

Forslag til transaksjon fremforhandlet av de to hovedaksjonærene ble forelagt styret i styremøte 30. mars 2009. Styret ga sin prinsipielle tilslutning, men engasjerte Carnegie ASA og advokatfirmaet BAHR som hhv. finansiell og juridisk rådgiver for å foreta en

vurdering av forslaget. Rådgiverne påpekte problematiske sider knyttet til likebehandlingsprinsippet ved det presenterte forslag.

Advokatfirmaet BAHR fremholder i sitt notat 2. april 2009 at det mangler en fyllestgjørende grunn for at Solstad alene skal få anledning til å erverve aksjer i Rem Exit, og at samtlige minoritetsaksjonærer således må gis tilbud om å erverve aksjer i selskapet mot forholdsmessig innløsning av aksjene i Rem Offshore.

Carnegie ASA skriver i sin presentasjon datert 2. april 2009:

*"While all shareholders may benefit from the conclusion to a long-standing grid-lock, we do, however, note that the Transaction may also have some negative implications for minority shareholders. Minority shareholders may not have the benefit of receiving a cash offer, as may have been expected to be the ultimate solution to the long-standing grid-lock.*

*However, the minorities have previously been provided with mandatory offers and has as such had exit alternatives. Moreover, there can never be any assurance that a cash offer results from such a grid-lock.*

*Minority shareholders will, following the split, be minority shareholders in a company or in companies where there is one very dominant shareholder with the corresponding negative effects this may have on minority protection and liquidity.*

*Minority shareholders who receive shares in SOFF/NewCo in connection with a demerger will not receive shares in a listed entity. This will normally have a material adverse effect on the tradability and liquidity of such shares.*

*Moreover, minorities in SOFF/NewCo do not know what Solstad Offshore's long-term plans are for such a company."*

Basert på de innhentede vurderinger ba styret administrasjonen om å arbeide videre med en mulig deling av selskapet med sikte på å finne frem til en transaksjonsmodell som både ivaretok aksjonærfellesskapets og selskapets interesser for øvrig.

På bakgrunn av ovennevnte ble det i styremøte 9. april 2009 fremforhandlet et revidert avtaleutkast, der de ovennevnte synspunktene fra advokatfirmaet BAHR synes å være hensyntatt. Fra protokollen hitsettes:

*"Både i kontakt med Åge Remøy og indirekte kontakt med rådgiverne, har det vært forsøkt å etablere forståelse for bruk av andre transaksjonsmodeller enn de foreslåtte. Uansett modell vil man være avhengig av medvirkning fra de to største aksjonærene. Det har ikke vist seg mulig å etablere andre modeller. Det vises for øvrig til at selskapet tidligere, og uavhengig av den aktuelle situasjonen, har engasjert Carnegie ASA for å etablere andre modeller. I tillegg har selskapet vært i kontakt med andre finansielle rådgivere, uten at det har vært mulig å konkretisere løsninger på den fastlåste eiersituasjonen, som begge de største aksjonærene har kunnet gi sin tilslutning.*

*Man har derfor i samarbeid med selskapet juridiske rådgiver arbeidet med endringer til utkast til avtale av 28. mars 2009, forelagt styret til behandling i møte 30. mars 2009, og på nytt i tlf møte 3. april 2009 på bakgrunn av BAHR's vurdering i notat av 2. april 2009. Dette har i sin tur ledet frem til det oppdaterte utkast til avtale av 8. april 2009 som er utsendt som saksdokument til dette styremøtet.*

*Bjørn Gabriel Reed redegjorde for sitt syn på det nye avtaleutkastet spesielt mhp ivaretagelse av minoritetsaksjonærenes interesser. Etter en diskusjon i styret*



samlet styrets flertall (alle utenom Torstein Mar Baldvinsson) seg om flg synspunkt:

*Styret vil arbeide for at det kommer på plass en avtale i tråd med den fisjon/kapitalnedsettelsesmodell som er foreslått. For å ivareta aksjonærfellesskapets og selskapets felles interesser arbeides med videre med enkelte punkter i avtaleutkastet ..."*

I protokollen fra det påfølgende styremøtet 13. april 2009 heter det:

*"Advokat Reed ga en status for arbeidet med utestående punkter i avtaleutkastet. Det vises til protokoll fra styremøtet den 9. April 2009. Styrets innspill til endringer var i det vesentlige hensyntatt av partene ... I forhold til avtalens punkt 3.1.1 har det ikke vært mulig å få til en løsning som gir alle aksjonærene full fleksibilitet i forhold til valg av alternativer. Minoritetsaksjonærene vil dermed ikke ha anledning til å velge å motta oppgjør kun i NewCo aksjer. Reed redegjorde med henvisning til BAHRs notat av 2. april 2009 for at det er juridisk uklart om den aktuelle kapitalnedsettelsen kan vedtas med vedtektsmessig flertall (2/3) eller om det kreves enstemmighet. Standpunktet om at det kreves 2/3 flertall er like forsvarlig som å hevde at det kreves enstemmighet. I styrets etterfølgende diskusjon ble det av flertallet vist til at det ikke foreligger realistisk mulighet for å etablere alternative transaksjonsstrukturer som har tilslutning fra de to største aksjonærene. En løsning som gir fullstendig valgfrihet for minoritetsaksjonærene har det ikke vært mulig å etablere. Av hensyn til selskapets og aksjonærenes felles interesse gir flertallet ut fra en totalvurdering sin tilslutning til den transaksjonsstruktur som er foreslått av de to største aksjonærene gjennom utkast til avtale. Flertallet viser til at den fastlåste aksjonærstrukturen på sikt, og særlig i dårlige tider, vil kunne hemme selskapets utvikling. Aksjonærsituasjonen vil potensielt kunne hindre nødvendige selskapsbeslutninger og en klar strategi for selskapet vil kunne være vanskelig å få tilslutning til. Flertallet understreker at man løpende vil vurdere eventuelle synspunkter som måtte fremkomme gjennom aksjonærer, andre markedsaktører, kreditorer og Oslo Børs frem til transaksjonen er endelig vedtatt av selskapets generalforsamling."*

Basert på de fremlagte opplysninger kan Oslo Børs ikke se annet enn at styret i selskapet har søkt å ivareta selskapets og aksjonærfellesskapets interesser på best mulig måte innenfor det handlingsrom styret mente å ha. Børsen kan således ikke se at vedtaket bygger på vilkårlighet eller utenforeliggende hensyn og således skulle tilsi en reaksjon fra børsens side.

#### 7.4 Nærmere om forskjellsbehandlingen

Det videre spørsmål er om transaksjonen likevel innebærer en slik grov urimelighet eller vesentlig forskjellsbehandling av minoritetsaksjonærene at det er grunnlag for å sanksjonere selskapet for brudd på det verdipapirrettslige likebehandlingsprinsipp.

Kaldbakur og Olympic har anført at transaksjonen innebærer urettmessig verdioverføring fra selskapet og de øvrige aksjonærene til de to hovedaksjonærene som en direkte konsekvens av transaksjonen. Det sentrale poeng er etter det børsen forstår at dagens minoritetsposisjon i Rem Offshore, med to konkurrerende hovedaksjonærer, endres til en minoritetsposisjon i et redusert Rem Offshore med Remøy-selskapene alene som dominerende eier, evt. i kombinasjon med en minoritetsposisjon i Rem Exit med Solstad som dominerende eier. Remøy-selskapene og Solstad får dominerende innflytelse i hver sin del av det som i dag utgjør Rem Offshore, samtidig som minoritetsaksjonærene mister sin vippeposisjon. Videre blir Rem Offshore et mindre selskap med (enda) mindre likvide aksjer, mens Rem Exit på sin side er et unoterte selskap der aksjonærene gis betinget rett til fremtidig ombytting av aksjer i det børsnoterte Solstad Offshore ASA, men på betingelser som ennå ikke er fastsatt.

Det er imidlertid fremhevet fra styret i Rem Offshore at man etter gjennomføring av transaksjonen vil arbeide for over tid å styrke likviditeten i selskapets aksjer.

Som påpekt at Remøy-selskapene kan vippeposisjonen ikke antas å være beskyttet av likebehandlingsprinsippet. Børsen forstår advokatfirmaet Wiersholms brev 6. mai 2009 på vegne av Kaldbakur slik at dette heller ikke er anført.

Når det gjelder den anførte verdiendring i minoritetenes aksjeverdier som følge av transaksjonen, er det et spørsmål om denne springer ut av den angitte forskjellsbehandling. Effekten ville etter det børsen kan se i det vesentlige vært likeartet om minoritetsaksjonærene hadde fått samme mulighet som Solstad til å kreve samtlige aksjer ombyttet i aksjer i Rem Exit, med andre ord slik at minoriteten kunne velge mellom å beholde sine aksjer i Rem Offshore – tilsvarende som Remøy-selskapene - eller å få disse ombyttet i sin helhet til Rem Exit – tilsvarende som Solstad. Minoritetsaksjonærenes anførte tap er således etter det børsen kan se først og fremst en effekt av at eierandelene til minoritetsaksjonærene er langt lavere enn eierandelene til hhv. Remøy-selskapene og Solstad, og i begrenset grad en effekt av noen egentlig forskjellsbehandling.

Minoritetsaksjonærenes egne merknader om de vesentlige ulemper beheftet med eierskap i Rem Exit taler også for at tapet ved å ikke få anledning til å innløse samtlige aksjer i Rem Offshore til aksjer i dette selskapet er begrenset.

Minoritetsaksjonærene har imidlertid fremhevet at Solstad gjennom avtalen er sikret mot å komme i en posisjon der minoriteten i Rem Exit kan kreve seg innløst etter allmennaksjelovens tvangsinnløsningsregler. Av dokumentasjonen fremkommer det at dette var en mekanisme som ble etablert etter initiativ fra advokatfirmaet BAHN og styret i Rem Offshore nettopp for å verne minoritetsaksjonærene mot slik umiddelbar innløsning fra Solstads side.

Børsen kan på denne bakgrunn ikke se at det representerer grov urimelighet eller vesentlig forskjellsbehandling at minoritetsaksjonærene ikke får anledning til å bytte om samtlige aksjer i Rem Offshore til aksjer i Rem Exit, heller ikke om dette sees i kombinasjon med den mekanisme som er etablert for å sikre at Solstad ikke kommer i tvangsinnløsningsposisjon i selskapet.

Børsen kan heller ikke se at det representerer et slikt vesentlig brudd at minoritetsaksjonærene ikke er gitt andre særskilte rettigheter, eksempelvis en rett til kontantinnløsning av aksjene i Rem Offshore. Transaksjonen utløser ikke tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven kapittel 6, og børsen kan ikke se at det foreligger grov urimelighet ved at minoritetsaksjonærene ikke gis tilsvarende rettigheter på ulovfestet grunnlag.

## 8 Børsens vurdering – god børsskikk

Et selskap kan sanksjoneres for brudd på god børsskikk der det har overtrådt en eller flere av de normer børsen har uttrykt offentlig. Brudd på selskapsrettslige regler eller andre lovregler kan også anses som brudd på god børsskikk.

Anførslene om brudd på god børsskikk synes i stor grad å bygge på de samme forhold og synsmåter som anførselene om brudd på likebehandlingsprinsippet, og det vises for så vidt til drøftelsen i pkt. 7 over.

Børsen kan på bakgrunn av de fremlagte opplysninger ikke se at selskapet har handlet i strid med annen preseptorisk lovgivning eller normer uttrykt av Oslo Børs, og dette kan heller ikke sees å være anført.

Børsen har ikke funnet holdepunkter for å overprøve selskapets grunnleggende premisser om at det var nødvendig å iverksette tiltak for å løse den fastlåste eiersituasjonen i selskapet. Gitt dette premisset, og med utgangspunkt i prinsippene for børsens håndhevelse av de børsrettslige likebehandlingsregler, har børsen ikke funnet at transaksjonen bygger på vilkårlighet eller utenforliggende hensyn, eller at den forskjellsbehandling transaksjonen representerer er av vesentlig art eller representerer grov urimelighet. Børsen kan således ikke se at det foreligger grunnlag for å ilegge noen sanksjon for brudd på likebehandlingsreglene.

### **5.5.2 Crew – aksjonærkrav om frysing av aksjeutstedelse - likebehandling (epost 8. og 9. desember 2009)**

Før vi ser nærmere på dette hadde det vært greit om dere presiserte hvilket rettsgrunnlag anmodningen om å "fryse utstedelsen av aksjer", og "pålegge selskapet å behandle restruktureringsplanen i en ekstraordinær generalforsamling" gjøres i forhold til. Utstedelse av aksjer er normalt og primært et selskapsrettslig og ikke et børsrettslig anliggende. Opptak av nye aksjer i notert aksjeklasse skjer automatisk uten søknad, jf løpende forpliktelser for noterte selskaper pkt 11.4, dog slik at børsen må ha bekreftet at de nye aksjene er lovlig utstedt før de kan noteres, jf pkt 13.4. Også dette relaterer seg til børsnoteringen og ikke til utstedelsen. Det kan også være at selskapsrettslige innsigelser kan være relevante i forhold til prospektkontrollen etter verdipapirhandelloven kap 7, jf særlig § 7-8 (4) hvor børsen kan nedlegge forbud mot offentlig tilbud dersom de er i strid med annen lov.

Vi avventer således Deres tilbakemelding.

[Aksjonærgruppen presierer i brev at forholdet gjelder likebehandling]

Til orientering tilligger verdipapirhandelloven § 5-14 om likebehandling Kredittilsynets tilsynsområde, jf verdipapirhandelloven § 15-1 annet ledd. Noe sanksjonshjemmel har imidlertid ikke Kredittilsynet.

Børsen kan imidlertid sanksjonere vesentlige brudd på bestemmelsen med overtredelsesgebyr etter løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper (løpende forpliktelser) pkt 15.4 fordi en bestemmelse likelydende verdipapirhandelloven § 5-14 er inntatt i løpende forpliktelser pkt 2. Børsen vil imidlertid normalt ikke overprøve selskapets forretningsmessige vurderinger av hva som er saklig begrunnet ut fra selskapets og aksjonærenes interesse, med mindre det er klart at det er tatt utenforliggende hensyn eller utøvet et vilkårlig skjønn.

Vi har ut fra dette ikke funnet grunn til å gå inn i nærmere vurderinger av de forhold som påpekes i Deres brev, men overlater eventuell uenighet til ordinære tvisteløsningsorganer.

## **5.6 EIERSTYRING OG SELSKAPSLEDELSE**

### **5.6.1 Revidert utgave av Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse (Børssirkulære 5 2009)**

Se <http://www.oslobors.no/index.php/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer>

## **6. TILBUDSPLIKT/FRIVILLIG TILBUD**

### **6.1 KONTROLLERTE TILBUD**

<b>Selskap</b>	<b>Marked</b>	<b>Pliktig/ frivillig tilbud</b>	<b>Godkj. dato</b>
----------------	---------------	--	--------------------

Selskap	Marked	Pliktig/ frivillig tilbud	Godkj. dato
MediCult a/s (Tilbyder: Vitrolife AB (publ))	Oslo Børs	Frivillig	03.02.2009
Roxar	Oslo Børs	Frivillig	04.03.2009
Luxo ASA (Tilbyder: Delia Invest AS)	Oslo Børs	Frivillig	17.03.2009
MediCult a/s (Tilbyder: Merck KGaA)	Oslo Børs	Frivillig	24.03.2009
BW Gas Limited (Tilbyder: World Nordic SE)	Oslo Børs	Frivillig	03.04.2009
Lighthouse Caledonia ASA	Oslo Børs	Pliktig	03.04.2009
Wega Mining ASA (Tilbydet Avocet)	Oslo Axess	Frivillig	19.05.2009
Luxo ASA (Tilbyder: Glamox)	Oslo Børs	Pliktig	18.05.2009
Otrum ASA (Tilbyder: OTER Invest AS)	Oslo Børs	Frivillig	29.05.2009
Unison Forsikring ASA (Tilbyder: Sparebank 1 Skadeforsikring AS)	Oslo Børs	Frivillig	04.06.2009
Powel ASA (Tilbyder: Arendals Fossekompani)	Oslo Børs	Pliktig	10.06.2009
Norman ASA (Tilbyder: Ola Holding AS)	Oslo Børs	Pliktig	06.07.2009
Synnøve Finden ASA (Tilbyder: Scandza AS)	Oslo Børs	Frivillig	17.07.2009
Stepstone ASA (tilbyder Axel Springer A. G)	Oslo Børs	Pliktig	11.09.2009
Bjørge (Tilbyder: Bokn Invest AS)	Oslo Børs	Frivillig	14.10.2009
Grenland Group ASA	Oslo Børs	Frivillig	27.10.2009
Bjørge (Tilbyder: Bokn Invest AS)	Oslo Børs	Pliktig	02.12.2009
Grenland Group ASA	Oslo Børs	Pliktig	11.12.2009
Tandberg ASA (tilbyder Cisco)	Oslo Børs	Frivillig	07.10.2009
Telecomputing ASA (tilbyder Seco Inv AS)	Oslo Børs	Frivillig	24.11.2009

## 6.2 TILBUDSPLIKT

### 6.2.1 Re: Tilbudsplikt – Avvikling av total return swap(e-post av 23.04.2009)

Det vises til din epost 22. april med vedlegg hvor det stilles spørsmål knyttet til tilbudsplikt for en banks eventuelle erverv av aksjer i et notert selskap. Ervervet vil skje som følge av en kundes (investoren) mislighold av en TRS-avtale (cash settled total return swap agreement) inngått med banken. TRS-avtalen omfatter ca. 20% av aksjene i det noterte selskapet. Banken har inngått en motsvarende TRS-avtale med en annen bank, som besitter hedgeaksjer i det noterte selskapet. Finansielle problemer har medført at investoren ikke klarer å stille tilstrekkelig sikkerhet etter TRS-avtalen. Banken vurderer å si opp TRS-avtalen med kunden og med den andre banken. I den forbindelse vil banken kunne ende opp med å erverve hedgeaksjene. Kunden eier videre 15% av aksjene i det noterte selskapet og som banken har pant i 12,2% av. Banken vurderer å tiltre pantet.

#### Spørsmål:

Første og tredje strekpunkt: Er det noe praksis knyttet opp til konsolidering av en bank som eier aksjer med aksjer man har pant i?

Er det et krav for konsolidering at det er avtalt i pantedokumentene at banken kan instruere pantsetter om stemmerett?

#### Svar:

Børsen har ingen praksis knyttet til konsolidering av en bank som eier aksjer med aksjer som banken har pant i. Dette blir et spørsmål om panteretten reelt sett må sies å utgjøre eierskap til aksjene etter vphl. § 6-1 eller om banken og investoren anses for å ha forpliktende samarbeid etter vphl. § 6-5, jf. § 2-5 nr. 5. Dersom sikkerheten er etablert i henhold til lov 26. mars 2004 nr. 17 om finansiell sikkerhetsstillelse, enten som alminnelig pant etter norske regler eller overdragelse av eiendomsrett til finansiell sikkerhet, er børsen av den oppfatning at dette alene og i seg selv ikke utgjør erverv

etter vphl. § 6-1 eller samarbeid etter vphl. § 6-5, jf. § 2-5 nr. 5. Det vil altså etter børsens vurdering kreves ytterligere omstendigheter for konsolidering. Under tilsvarende forbehold vil heller ikke bankens instruksjonsrett over pantsetters stemmerett knyttet til de pantsatte aksjene, avtalt i pantedokumentene, medføre konsolidering.

Spørsmål:

Annet og fjerde strekpunkt:

Spiller det noen rolle om kunden er i default slik at banken kan realisere pantet? Min forståelse er at panteavtalene er "standard" sikkerhetsavtaler etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse hvoretter banken kan overta eller selge aksjene ved kundens default.

Er bestemmelsene i vphl § 6-3 anvendelige dersom banken overtar hedging aksjene og ev også panteaksjene i samme slengen? Vil banken bli konsolidert med kunden for de aksjer han måtte ha igjen?

Svar:

For at bankens tiltredelse av pantet gjennom selv å erverve aksjene (i motsetning til dekningsalg som ikke innebærer at banken erverver aksjene) skal falle inn under unntaket i vphl. § 6-3 er det et vilkår at kunden er i mislighold av en avtale, jf. vilkåret "for å unngå eller begrense tap på engasjement".

Vphl. § 6-3 oppstiller imidlertid enkelte andre vilkår.

Det må dreie seg om en finansinstitusjon i lovens forstand, altså institusjoner etter finansieringsvirksomhetsloven § 1-3, jf. § 1-2. Vi forutsetter at den aktuelle banken omfattes av definisjonen.

Unntaket omfatter kun erverv som er foretatt for å unngå eller begrense tap på et engasjement. Det kan stilles spørsmål om dette uttrykket omfatter kun kreditt- og finansieringsengasjementer i mer tradisjonell forstand (utlån) eller også de tilfeller der banken er part i avtaler knyttet til finansielle instrumenter. Ordlyden avgrenser til "finansinstitusjoner" og ikke omfatter således ikke verdipapirforetak, hvilket kan tilsi den snevre fortolkningen. Forarbeidene til forløperen til bestemmelsen, § 5B i 1985 loven, Ot.prp. nr. 53 (1988-89) pkt. 5.13.1 referer til "tap på engasjement som långiveren har på selskapet". Det fremgår imidlertid ikke klart at det skal avgrenses til andre engasjementer enn tradisjonelle kredittengasjementer. Finansielle instrumenter og arrangementer for finansiering av erverv av finansielle instrumenter vil dessuten kunne ha karakter av eller innebære kredittgivning. Vi antar således at uttrykket "engasjement" omfatter også annet enn låneengasjementer, herunder engasjement i form av avtaler knyttet til finansielle instrumenter.

Det kan videre stilles spørsmål om aksjene må erverves direkte fra den misligholdende avtalepart for at vphl. § 6-3 skal komme til anvendelse. Ordlyden krever ikke dette og formålet med regelen tilsier at det er tilstrekkelig at aksjeervertet skjer som en konsekvens av at investoren misligholder engasjementet. Børsen viser til at bankens tilsvarende TRS-avtale med den andre banken må anses å være en integrert del av eller forutsetning for engasjementet med investoren. Vphl § 6-3 er således trolig anvendelig både for erverv av hedging aksjene og panteaksjene.

Vi minner om at et eventuelt erverv må meldes til børsen straks etter ervertet skjer.

Spørsmål:

Femte strekpunkt: Hvilken praksis/tanker har børsen med hensyn til det å kreve nedslag av banker etter § 6-3?

Svar:

Frist for nedsalg eller fremsettelse av pliktig tilbud avhenger av de konkrete forhold. Av praksis kan det vises til børsens uttalelse 9. desember 2002 til vedrørende flere bankers utestående lån til Pan Fish ASA, inntatt i Vedtak og Uttalelser 2002 pkt. 6.1.2 s. 82 til 85. I det tilfellet ble bankene gitt en frist på nedsalg innen 3 år fra det tidspunkt tilbudsplikt ville ha inntrådt, men også med muligheter på visse vilkår å søke forlengelser.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at ovenstående er vurderinger er basert på en kort henvendelse med et ønske om meget raskt svar. Eventuelle vedtak truffet av børsen vil også kunne overprøves av Børsklagenemnden.

Ta kontakt dersom det er behov for ytterligere svar eller presiseringer.

## **6.2.2 Avtale om deling av Rem Offshore ASA – tilbudsplikt (brev av 26.05.2009)**

### 1 Innledning

Det vises til melding fra Rem Offshore ASA (Rem Offshore) vedrørende ovennevnte offentliggjort 14. april 2009, samt informasjonsdokument fra selskapet datert 12. mai 2009.

Oslo Børs mottok 16. april 2009 en anmodning fra Kaldbakur hf (Kaldbakur) som minoritetsaksjonær i Rem Offshore om å vurdere om det foreligger grunnlag for å pålegge tilbudsplikt som følge av den planlagte transaksjon. I brev 21. april 2009 fra advokatfirmaet Schjødt sluttet Olympic Orion AS (Olympic) seg til Kaldbakurs initiativ.

Minoritetsaksjonærenes brev ble forelagt Rem Offshore og Åge Remøy, som i brev fra advokatfirmaene BAHR og Thommessen av hhv. 28. og 29. april 2009 ga sine merknader til de fremsatte anførsler. Disse brevene ble i sin tur kommentert av advokatfirmaene Wiersholm og Schjødt på vegne av hhv. Kaldbakur og Olympic i brev 6. mai 2009.

Foruten spørsmålet om tilbudsplikt tar Kaldbakur og Olympic opp spørsmålet om den planlagte transaksjon innebærer et brudd på forbudet mot usaklig forskjellsbehandling og plikten til å følge god børsskikk. Disse spørsmålene behandles ikke i denne sammenheng.

### 2 Transaksjonen

Den planlagte deling av Rem Offshore skjer i samsvar med avtale inngått mellom selskapet og selskapets to hovedaksjonærer Åge Remøy og selskaper kontrollert av ham (Remøy-selskapene) og Solstad Rederi AS (Solstad). Delingen innebærer at en del av selskapets flåte sammen med visse eiendels- og gjeldsposter overføres til Solstad. Transaksjonen er tenkt strukturert som en selskapsrettslig kapitalnedsettelse. Solstads aksjer i Rem Offshore slettes mot at Solstad får som vederlag aksjene i Rem Offshores datterselskap Rem Exit AS. Rem Exit AS eier de skip mv. som skal skilles ut av Rem Offshore.

Minoritetsaksjonærene i Rem Offshore får valget mellom 1) å beholde sine aksjer i selskapet eller 2) motta aksjer i Rem Exit AS i samme forhold som kapitalnedsettelsens andel av utestående aksjer, dvs. for 48,7 prosent av de aksjer som de eier i Rem Offshore før delingen.

Dersom noen av aksjonærene velger alternativ 2), med den konsekvens at Solstad ikke får 100 prosent eierandel i Rem Exit AS, er det etablert en mekanisme for å sørge for at Solstad kommer under 90 prosent i Rem Exit AS.

Etter gjennomføring av transaksjonen vil Remøy-selskapenes eierandel i Rem Offshore øke fra ca. 39,9 prosent til mellom ca. 68,25 prosent og 77,74 prosent.

### 3 Spørsmålet om tilbudsplikt

Tilbudsplikt utløses for den som "gjennom erverv blir eier" av aksjer som representerer slike eierandeler som angitt i verdipapirhandelloven § 6-1 første ledd og § 6-6 første ledd.

Det er uomtvistet at transaksjonen ikke vil medføre at verken Solstad eller Remøy-selskapene erverver nye aksjer i Rem Offshore.

Minoritetsaksjonærene viser imidlertid til at Remøy-selskapene ved transaksjonen får økt kontroll med Rem Offshore. Dette skjer ved sletting av aksjer i selskapet i forbindelse med kapitalnedsettelsen. Det anføres at transaksjonen bør utløse tilbudsplikt etter en utvidet fortolkning av ervervsbegrepet. Selv om "innvanning" etter lovens hovedregel ikke kan betraktes som noe erverv, utelukker ikke det at en slik planlagt, målrettet og ekstraordinær innvanning som den foreliggende i realiteten må betraktes som et erverv.

Det kan imidlertid ikke sees å være henvist til rettskilder som skulle støtte en slik utvidende (eller analogisk) fortolkning. Børsen kan ikke se at det foreligger holdepunkter for å hevde at økningen i Remøy-selskapenes eierandel som følge av sletting av aksjer i forbindelse med kapitalnedsettelsen kan anses som et erverv i verdipapirhandelloven § 6-1 første ledds forstand, jf. også Bechmann, Bergo m.fl., Verdipapirhandelloven kommentarutgave s. 253. Det kan således ikke sees å foreligge noen hjemmel for å pålegge tilbudsplikt på dette grunnlag.

Minoritetsaksjonærene anfører videre at transaksjonen innebærer en omgåelse av tilbudspliktreglene. Det påpekes at spørsmålet om tilbudsplikt ved transaksjoner som den foreliggende neppe har vært vurdert verken av lovgiver eller Oslo Børs, og at tidligere praksis således ikke bør være avgjørende. Et pålegg om tilbudsplikt vil være i samsvar med uttalelser i direktivet om overtagelsestilbud om behovet for fleksibilitet i forhold til nye situasjoner. Det anføres videre at påleggshjemmelen i verdipapirhandelloven § 6-2 annet ledd bør kunne være anvendelig.

Oslo Børs finner ikke grunn til å gå nærmere inn på spørsmålet om transaksjonen er strukturert med sikte på å unngå tilbudsplikt da verdipapirhandelloven under enhver omstendighet ikke gir noen generell hjemmel for å pålegge tilbudsplikt på slikt grunnlag. Direktivet om overtagelsestilbud fremhever riktig nok hensynet til likebehandling av selskapets aksjonærer og behovet for fleksibilitet i regelverket. Det kan imidlertid ikke sees å være grunnlag for å hevde at direktivets bestemmelser er mangelfullt implementert i norsk rett med hensyn til dette, og minoritetsaksjonærene har heller ikke anført dette. Når det gjelder påleggshjemmelen i verdipapirhandelloven § 6-2 annet ledd, omfatter den tilfeller der en tilbudsplikterskel er passert gjennom (blant annet) erverv i form av vederlagsaksjer ved fisjon. Børsen kan ikke se at det finnes holdepunkter i rettskildematerialet for å anta at lovgiver med "fisjon" har ment noe annet enn selskapsrettslig fisjon etter allmennaksjeloven. Transaksjonen i Rem Offshore planlegges klart nok ikke gjennomført som en fisjon. Påleggshjemmelen i verdipapirhandelloven § 6-2 annet ledd er således ikke anvendelig i denne saken.

På denne bakgrunn antar Oslo Børs at transaksjonen som beskrevet i ovennevnte dokumentasjon ikke utløser tilbudsplikt for Remøy-gruppen. Det vil imidlertid oppstå tilbudsplikt ved ethvert etterfølgende erverv som øker stemmeandelen, jf. verdipapirhandelloven § 6-6 annet ledd.

#### **6.2.3 Unntak for frivillig tilbud fremsatt etter reglene om pliktig tilbud (e-post av 02.06.2009)**

##### Spørsmål:

Jeg viser til telefonsamtaler angående spørsmålet om vphl § 6-1 (5) nr 2, nemlig om unntaksadgangen i § 6-1 (5) er begrenset til de transaksjoner som fører til at

tilbudsplichtsgrensen "passeres som en følge av" tilbudet, eller om også mer "frittstående" transaksjoner telte med. Jeg fikk som sagt forståelse på telefon om at individuelle avtaler også er ment å skulle telle med, og ikke bare de som står i et "årsaksforhold" med selve tilbudet ("som en følge av").

#### SVAR fra Oslo Børs:

Vphl § 6-1 (5) nr 2 må trolig forstås slik at også erverv av aksjer utenfor tilbudet, typisk erverv iht. forhåndsaksepter og andre kjøp utenfor tilbudet omfattes. Forutsatt at øvrige vilkår for unntaket er oppfylt, og at aksjene ikke erverves til høyere pris enn tilbudsprisen, kan slike erverv utenfor tilbudet foretas uten å begrense unntaksadgangen. For ordens skyld bemerkes at dersom akseptene av tilbudet og ervervene utenfor tilbudet ikke bringer tilbyder over hhv 40 eller 50 %, vil ny tilbudsplicht likevel kunne inntreffe ved erverv etter at tilbudet er gjennomført.

#### Spørsmål:

Det andre spørsmålet var om § 6-6 (2) om gjentatt tilbudsplicht utgjør et hinder for reglene om frivillige pliktige tilbud i den forstand at man likevel må fremsette et nytt pliktig tilbud når man "passerer tilbudsplichtsgrensene som nevnt i § 6-1 eller § 6-6 første ledd". Her fikk jeg også forståelse på telefonen at bestemmelsen ikke er ment at man skal måtte fremsette et nytt tilbud om man har kommet under unntakene i § 6-1 nr 5.

SVAR fra Oslo Børs: For å presisere hva det muntlige svaret omfattet: I et tilfelle der tilbyder fremsetter frivillig tilbud etter vphl. § 6-1 (5) annet punktum, og dermed er unntatt fra etterfølgende pliktig tilbud, og i tillegg erverver aksjer utenfor tilbudet, vil tilbudsplicht etter vphl. § 6-6 (2) ikke inntre. Også her vil tilbudsplicht kunne oppstå på selvstendig grunnlag ved passering av tilbudsplichtsgrenser etter § 6-6 (1).

#### **6.2.4 Anvendelse av reglene om tilbudsplicht på sammenføring(brev av 17. 06.2009)**

Det vises til e-post 12. juni 2009 og etterfølgende korrespondanse der De stiller spørsmål om en transaksjon som involverer aksjene i et selskap notert på Oslo Børs utløser tilbudsplicht.

Selskap A ønsker en sammenføring med selskapet Target. Begge selskapene har forretningskontor utenfor EØS-området. Target er notert på Oslo Børs eller Axess, har Norge som hjemstat og er underlagt norske regler om tilbudsplicht, jf. vphl. § 6-23 med forskrift.

Sammenføringen av selskapene skal skje gjennom en fusjon etter vedkommende stats regler som åpner for fusjon mot vederlag til aksjonærene i overdragende selskap kun i form av kontanter. Det opplyses at det likevel er mulig at en mindre andel av oppgjøret skjer i aksjer. Fusjonen skal skje ved at A oppretter et heleid datterselskap, S, som fusjonerer med Target. S oppløses som følge av fusjonen, og A sitter igjen som eneste aksjonær i Target, mens aksjonærene i Target mottar kontanter.

Fusjonen skal vedtas av generalforsamlingen i Target med alminnelig flertall (50 prosent av stemmene), hvor As stemmer skal ekskluderes.

Det kan stilles spørsmål om sammenføringen kan anses som et tilbud etter reglene i vphl. kap. 6. Børsens viser til at transaksjonen har likhetstrekk med et alminnelig oppkjøp. Begrepet "tilbud" er ikke nærmere definert i verdipapirhandelloven § 6-19 første og annet ledd. Som utgangspunkt anses tilbudsplichtreglene å omfatte tilbud om kjøp som kan aksepteres av den enkelte aksjonær på individuell basis. Fusjon etter allmennaksjenloven der målselskapet er overdragende selskap er eksempelvis ikke ansett som et tilbud med aksjevederlag. Det er imidlertid mulig å lese bestemmelsen slik at den også omfatter tilbud om å avgi stemme i en kollektiv beslutning som innebærer salg av den enkeltes aksjer. Det kan altså være at verdipapirhandelloven må forstås på



den bakgrunn at norsk rett ikke hjemler selskapsvedtak som innebærer fusjon med fullt kontantvederlag som medfører at tilbudsplikttersklene passerer, og følgelig at et selskapsvedtak av nevnte type vil kunne anses som et tilbud etter verdipapirhandelloven kap. 6.

Under enhver omstendighet synes den beskrevne transaksjonen å ivareta tilbudspliktreglernes hensyn til exitmulighet og likebehandling, og hensynet til en ordnet prosess synes ivaretatt av de selskapsrettslige prosedyrene. Børsen antar således at den beskrevne sammenføyningen ikke utgjør et frivillig tilbud. I forhold til reglene om pliktig tilbud bemerkes at sammenføyningen innebærer at A blir eier av samtlige aksjer i Target, dersom tilstrekkelig flertall på generalforsamlingen oppnås. Det vil derfor ikke foreligge noen øvrige aksjonærer å fremme et pliktig tilbud til. Børsen antar således at den beskrevne sammenføyningen heller ikke utløser tilbudsplikt. Børsen viser for øvrig til uttalelsen inntatt i Vedtak og uttalelser 2008 pkt. 6.6.3 hvor en sammenliknbar problemstilling behandles.

### **6.2.5 Spørsmål om tilbudsplikt ved "amalgamation" (epost av 12.2009)**

Oslo Børs antar at gjennomføring av en "amalgamation" som beskrevet [se nedenfor] ikke utløser plikt til å fremsette frivillig eller pliktig tilbud etter verdipapirhandelloven kapittel 6.

Oslo Børs antar videre at transaksjonen ikke utløser prospektplikt eller plikt til å utarbeide informasjonsdokument.

Børsen understreker imidlertid at selskapet også ved gjennomføring av slike transaksjoner er underlagt forbudet mot forskjellsbehandling av aksjonærene, jf. løpende forpliktelser pkt. 2.1, jf. verdipapirhandelloven § 5-14, samt plikten til å følge god børsskikk. Vi forstår det slik at den aktuelle transaksjon i henhold til selskapets vedtekter kan besluttes med alminnelig flertall, og at det ikke er fastsatt begrensninger i stemmeretten for tilbyder eller tilbyders nærstående. Dersom tilbyder og tilbyders nærstående har en stor eierposisjon i selskapet, innebærer dette at målselskapets styre nøye må vurdere om hensynet til minoritetsaksjonærene er tilstrekkelig ivaretatt gjennom den pris som tilbys, jf. forbudet mot forskjellsbehandling som nevnt. Videre legger vi til grunn at evt. forhåndsakseptanter ikke har fått tilbud om høyere vederlag enn øvrige aksjonærer.

Med hensyn til fortsatt notering, antar børsen at det ikke vil være påkrevet med en særskilt redegjørelse etter løpende forpliktelser kapittel 12, men at spørsmålet bør kort omtales i forbindelse med fremsettelse av søknad om strykning.

#### "amalgamation beskrevet i forespørselen

An amalgamation will greatly increase the chances of successfully completing the transaction compared to a voluntary offer, and is therefore the Bidder's preferred transaction structure. The potential amalgamation will inter alia involve the following:

- The amalgamation will be effected in accordance with the Companies Act 1981 of Bermuda,
- The company, NewSub and the Bidder will enter into an amalgamation agreement,
- Approximately 70% of the shareholders in the company are expected to be able to "pre accept" the amalgamation prior to entering into the amalgamation agreement by executing voting undertakings to the Bidder,
- The amalgamation requires approval by the shareholders at a general meeting of Target and NewSub. In accordance with the Bye-Laws of the company, the resolution must be passed by a simple majority (the non-mandatory majority requirement is 75% under the Bermuda Companies Act),

- the company must send a notice to its shareholders of the amalgamation and the general meeting. The notice must inter alia be accompanied by a copy or a summary of the amalgamation agreement. If a dissenting shareholder is not satisfied that he has been offered fair value for his shares, he can apply to the Bermudian court for an appraisal of the fair value within one month of giving the notice. He cannot, however, prevent the completion of the transaction provided that the transaction has been or will be duly approved by the general meeting,
- Following the appropriate approvals by the general meetings and any conditions to the amalgamation have been satisfied, the amalgamating companies apply to be registered as an amalgamated company with the Registrar of Companies in Bermuda and a certificate of amalgamation is issued,
- On the issue by the Registrar of Companies of the certificate of amalgamation (1) all the company's shareholders will receive cash in exchange for their shares in the company (100% cash exit), (2) all of the shares in the company and NewSub will be cancelled, (3) the company and NewSub will continue to exist as constituent parts of an amalgamated company, as one legal entity, and (4) the Bidder will be the sole shareholder of the amalgamated company.

### **6.2.6 Tilbudsplikt – aksjer utstedt i tilbudsperioden (e-post av 10.09.2009)**

Tilbyder ønsker å innta følgende avgrensning: "This Offer Document has been prepared by Axel Springer AG . . . to acquire all shares in StepStone ASA . . . issued and outstanding as of the date of this Offer Document. . . ". Det er opplyst at det foreligger styrefullmakt til å utstede aksjer i oppkjøpssituasjoner. Herværende tilbakemelding avgrenses til utstedelse av aksjer på bakgrunn av slik styrefullmakt og behandler altså ikke utstedelse av aksjer som følge av evt konvertible obligasjoner mv som etter det opplyste ikke foreligger i dette selskapet.

Børsen har avgitt en uttalelse knyttet til en liknende problemstilling, jf. Vedtak og Uttalelser 2002 punkt 6.2.1 (side 93) - DSDN Inc. - Pliktig tilbud, prinsipielt spørsmål om hvilke aksjer som skal omfattes av tilbudet (epost av 15.11.02). Børsen uttalte der at, i forhold til en ennå ikke vedtatt emisjon, kan pliktig tilbud begrenses til enten de aksjer som foreligger da tilbudsplikten inntreffer eller de aksjer som foreligger når tilbudet fremmes. Det vises til uttalelsen for så vidt gjelder forståelsen av verdipapirhandelloven § 6-1 første ledd og § 6-10 annet ledd.

Uavhengig av fortolkningen av tilbudspliktreglene, er det et spørsmål om hva som praktisk lar seg gjøre og om dette eventuelt skal få føringer for regelforståelsen. I ovennevnte uttalelse er det forutsatt – ut fra de faktiske omstendighetene i saken – at målselskapet positivt ville medvirke i å holde de nye aksjene som ikke var omfattet av tilbudet registrert på særskilt ISIN i VPS. Den samme forutsetning er ikke nødvendigvis til stede i herværende sak.

Det synes å være en plikt for utsteder og utsteders kontofører etter ISIN Guidelines 2006 å skille aksjer med ulike rettigheter på ulike ISIN nummer. Adskillelseskravet gjelder rettigheter oppstått ved selskapshandlinger, men synes også å kunne gjelde i forhold til f.eks et generelt tilbud på selskapets aksjer. Børsen legger således til grunn at de involverte parter forholder seg til de plikter som påhviler dem etter nevnte regelverk. For ordens skyld påpekes at børsen gjennom fortolkningen av tilbudspliktreglene og godkjenning av tilbudet ikke derved innestår for at en adskillelse på ulike konti faktisk lar seg fremtvinge rettslig.

Etter vår oppfatning er avgrensningen i det foreliggende tilfelle således ikke uforenlig med verdipapirhandelloven kap 6 og vil således kunne inntas i tilbudsdokumentet.

### **6.2.7 Spørsmålsstilling om effekt av aksjelån (e-post av 17.09.2009)**

Spørsmålet er i korthet om tilbakelevering av aksjer i henhold til aksjelånsavtale i den beskrevne situasjonen anses som erverv slik at det utløser tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven §§ 6-1 eller 6-6.

I vår uttalelse i Vedtak og Uttalelser 2007 pkt 6.2.14 antok vi at tilbakeleveringen av utlånte aksjer ikke er å anse som erverv. Saken gjaldt aksjer utlånt i påvente av prospektutarbeidelse – som var ca en uke. Den foreliggende situasjonen gjelder en adskillig lengre tid – flere måneder kanskje opp til ett år. Med en standard låneavtale vil den overføringen av eierbeføyelser som følger med besittelsen av aksjene være høyst midlertidig. Utlåner vil fortsatt ha eller raskt kunne tiltre de eierinteresser som tilbudspliktreglene bygger på. Vi antar derfor som i uttalelsen fra 2007 at tilbakelevering av utlånte aksjer i en situasjon som beskrevet ikke anses som erverv som utløser tilbudsplikt. Jeg nevner for ordens skyld at dette beror på en tolkning av lovbestemmelsene, og hvor børsklagenemnden og evt domstolene vil være de som i siste instans fortolker loven.

### **6.3 UNNTAK FRA TILBUDSPLIKT – BØRSENS VEDTAKSKOMPETANSE**

#### **6.3.1 Application for exemption from mandatory bid obligation (brev av 31.03.2009)**

We refer to your letter of 19 March 2009, where you on behalf of Luxor Capital Group LP (Luxor) apply for an exemption from the mandatory bid obligation in connection with certain transactions in funds managed by Luxor. We further refer to your letter of 24 March 2009, where the application is restricted to one of the transactions.

In our letter of 10 July 2008, Oslo Børs granted a scope exemption on terms further specified in the letter. The contemplated transaction is not covered by the scope exemption.

Based on the description set out in your letters, we understand the transaction as follows: Investors in one of the Affiliated Funds (LCG Select Offshore Ltd.) have contributed their ownership in the fund to one of the other Affiliated Funds (Luxor Capital Partners Offshore Ltd). As a result of the transaction, LCG Select Offshore Ltd. has become a wholly owned subsidiary of Luxor Capital Partners Offshore Ltd.

As the next step, LCG Select Offshore Ltd. will be dissolved and all its assets – including its shares in Blom ASA – will be transferred to Luxor Capital Partners Offshore Ltd.

The transaction will imply a transfer of 9.01 per cent of the shares in Blom ASA, well above the five percent limit for acquisitions between the Affiliated Funds specified in the scope exemption, cf. our letter of 10 July 2008. Following the transaction, Luxor Capital Partners Offshore Ltd.'s ownership in Blom ASA will reach 23.36 per cent, and the fund will thereby cross the mandatory bid obligation threshold together with certain of the other Affiliated Funds and Separate Accounts.

According to your letter of 19 March 2009, the proposed transaction will not constitute a shift of control in Blom ASA and all voting and other discretionary powers will still lie with Luxor. Based on this information, and on the assumption that the other conditions for the scope exemption set out in our letter of 10 July 2008 are fulfilled, Oslo Børs hereby grants an exemption from the mandatory bid obligation pursuant to Section 6-2 third subsection of the Securities Trading Act.

The decision is made on the condition that Luxor announces in accordance with the principles of Section 6-8 first subsection of the Securities Trading Act that Oslo Børs has granted an exemption from the mandatory bid obligation. Following such announcement, Oslo Børs may make this decision public.

The decision may be appealed within two weeks to the Stock Exchange Appeals Committee in accordance with the Stock Exchange Act and the Stock Exchange Regulations.

### **6.3.2 Solstad Offshore ASA – unntak fra tilbudsplikt ved intern omorganisering (epost 22.12.2009)**

Det vises til e-post 9. desember 2009 med søknad om unntak fra tilbudsplikt etter vphl. § 6-2 tredje ledd.

På bakgrunn av opplysningene i e-posten, vedlagt kart over selskapsstrukturen, har børsen lagt følgende faktum til grunn:

Solhav Invest III AS eies av Solstad Invest AS (75,2 %) og Solstad Trading AS (24,8 %). Solstad Trading AS eier 100 % av aksjene i Solstad Invest AS. For å forenkle selskapsstrukturen i konsernet planlegger Solstad Invest AS og Solstad Trading AS å fusjonere Solhav Invest III AS inn i Solstad Invest AS. Det planlegges beslutning om fusjon innen 31. desember 2009, og gjennomføring etter utløpet av kreditorvarslingsperioden på to måneder. Gjennomføringen vil være betinget av at Oslo Børs gjør unntak fra tilbudsplikten.

Solhav Invest III AS eier 4,93 % av aksjene i Solstad Offshore ASA. Solstad Invest AS eier, gjennom det heleide datterselskapet Soff Holding AS, 36,8 % av aksjene i Solstad Offshore ASA. Ervervet vil således øke eierandelen til Solstad Invest AS til 41,73 %.

Børsens vurdering:

Fusjonen mellom Solhav Invest III AS og Solstad Invest AS medfører at Solstad Invest AS passerer 40 % terskelen påkonsolidert basis etter reglene om gjentatt tilbudsplikt i verdipapirhandelloven § 6-6 første ledd og dermed utløses tilbudsplikt for Solstad Invest AS

Børsen kan etter verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikten ved overføringer innen konsolidert gruppe. Lovgivers formål med unntakshjemmelen fremgår av NOU 2005:17 side 27, jf Ot prp nr 34 (2006-2007) side 368, der det heter at tilbudspliktreglene ikke bør forhindre hensiktsmessig restrukturering av selskaper, men at unntaksreglene ikke må innebære en uthuling av tilbudsplikten. Hovedformålet med unntaksbestemmelsen har vært å kodifisere børsens tolkningspraksis etter tidligere lov som har unntatt overdragelser innenfor konsern mellom heleide selskaper. Motsetningsvis og som følge av hovedregelen, skal overdragelser mellom selskaper som ikke er heleide, ikke unntas fra tilbudsplikten. Mer generelt heter det at skjønnsstemaet vil være om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i forarbeidene i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Børsen viser til at fusjonen, som i dette tilfellet utløser tilbudsplikten, skjer mellom heleide datterselskaper i samme konsern. Børsen kan ikke se at transaksjonen medfører et kontrollskifte. På denne bakgrunn innvilger børsen unntak fra tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd.

## **6.4 TILBUDSPRIS**

### **6.4.1 Borgarting lagmannsretts dom i Seadrills søksmål mot Oslo Børs 9. mars 2009 og Høyesteretts ankeutvalgs beslutning 26. juni 2009**

Fra Oslo Børs' pressemelding:

Høyesteretts ankeutvalg har behandlet Seadrills anke på Borgarting lagmannsretts dom av 9. mars 2009 i ugyldighetsspørsmålet Seadrill Limited hadde anlagt mot Oslo Børs i forbindelse med børsklagenemndens vedtak om Seadrills tilbudsplikt i Eastern Drilling ASA. Anken tillates ikke fremmet.

Seadrill reiste i 2007 sivilt søksmål mot Oslo Børs med påstand om at børsklagenemndens vedtak av 12. desember 2006 var ugyldig. Børsklagenemndens vedtak slo fast at Seadrill hadde tilbudsplikt på aksjene i det børsnoterte selskapet Eastern Drilling ASA på bakgrunn av konsolidering med Carnegie ASA, og at Seadrill ikke kunne fri seg fra tilbudsplikten ved å selge seg ned under tilbudspliktgrensen. Oslo tingrett frifant Oslo Børs i desember 2007. Seadrill anket tingrettens dom til Borgarting lagmannsrett, som i dom av 9. mars 2009 ikke ga Seadrill medhold i sin anke.

Lagmannsrettens dom er dermed endelig.

Se: <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Vedtak-og-uttalelser>

Høyesteretts ankeutvalg besluttet 26. juni 2009 å ikke tillate fremme av Seadrill ASAs anke fordi

*“verken avgjørelsens betydning utenfor den foreliggende sak eller andre forhold tilsier at saken blir remmet for Høyesterett, jf tvisteloven § 30-4.”*

<http://www.domstol.no/upload/HRET/saknr2009-955.pdf>

#### **6.4.2 Gyldendal ASA – Periscopus – spørsmål om tilbudspris i forbindelse med pliktig tilbud (Børsklagenemndens avgjørelse i sak 1/2009)**

Avgjørelse av 21. januar 2009 av klage fra Periscopus AS over Oslo Børs AS' godkjenning 18. desember 2008, jf. formelt godkjennelsesbrev 22. desember 2008, av Erik Must AS' pliktige tilbud på samtlige aksjer i Gyldendal ASA med en tilbudspris på NOK 350 per aksje.

##### 1 Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Saken gjelder spørsmål om tilbudspris i forbindelse med pliktig tilbud, jf. verdipapirhandeloven § 6-10 fjerde ledd. Nærmere bestemt er det spørsmål om tilbudsprisen skal være den høyeste pris tilbyder har betalt eller avtalt de siste seks måneder før tilbudsplikten inntrådte, jf. verdipapirhandeloven § 6-10 fjerde ledd første punktum, eller om det er klart at markedskursen var høyere da tilbudsplikt inntrådte, slik at bestemmelsens annet punktum får anvendelse.

Oslo Børs (børsen) godkjente ved formelt godkjennelsesbrev 22. desember 2008 pliktig tilbud og tilbudsdokument fremsatt av Erik Must AS om erverv av samtlige aksjer i Gyldendal ASA (Gyldendal). Børsens begrunnelse for den del av godkjennelsen som gjelder tilbudsprisen fremgår av brev 18. desember 2008 fra Oslo Børs til Periscopus AS (Periscopus) v/advokat Stephan Jervell (advokat Jervell).

Godkjennelsen av tilbudet ble påklaget av Periscopus v/ advokat Jervell 22. desember 2008. I klagen kreves det at tilbudsprisen i det pliktige tilbudet skal fastsettes til NOK 406,53 per aksje. Det er redegjort nærmere for klagen nedenfor under punkt 6.

Erik Must AS v/ advokat Kim Dobrowen (advokat Dobrowen) har i tilsvaret 5. januar 2009 anført at børsens godkjenning av det pliktige tilbudet er korrekt. For en nærmere gjennomgang av tilsvaret vises til punkt 7 nedenfor.

Periscopus v/ advokat Jervell har i brev 9. januar 2009 kommet med kommentarer til tilsvaret.

Oslo Børs har i brev 9. januar 2009 til Børsklagenemnden opprettholdt sin godkjenning av det pliktige tilbudet. Saken ble ved samme brev oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Erik Must AS v/advokat Dobrowen har inngitt ytterligere bemerkninger ved brev av 14. januar 2008.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 21. januar 2009. Ved behandlingen og møtet deltok Bjørg Ven, Filip Truyen, Trygve Bergsåker, Jøril Mæland og Bernt Zakariassen.

## 2 Kort om selskapet

Gyldendal ASA er morselskap i Gyldendal-konsernet. Gyldendals hovedmål er å skape og formidle verdier, noe som gjøres gjennom fem forretningsområder. Forretningsområdene er organisert i egne selskaper og omfatter forlagsvirksomhet, bokhandel, distribusjon og logistikk, bokklubber og ordbøker, samt leksika.

## 3 Sakens bakgrunn

Erik Must AS inngikk 26. november 2008 avtale med Uldal Invest AS (Uldal Invest) om kjøp av Uldal Invests 357.967 aksjer i Gyldendal. Dette tilsvarte 15,2 prosent av aksjene i Gyldendal. Uldal Invest er et selskap som eies indirekte av Kjell Chr. Ulrichsen med familie. Den avtalte prisen var i følge tilbudsdokumentet NOK 350 per aksje. Avtalen ble offentliggjort ved børsmelding 26. november 2008. Kjøpet ble gjennomført 1. desember 2008. Etter kjøpet eier Erik Must aksjer tilsvarende 52,5 prosent av det totale antall aksjer i Gyldendal.

I brev 1. desember 2008, det vil si før børsen mottok tilbudsdokument fra Erik Must AS for godkjenning, anmodet Periscopus v/ advokat Jervell børsen om å iverksette undersøkelser vedrørende ervervet som utløste tilbudsplikt, jf. verdipapirhandelloven § 15-4. Periscopus mente at det avtalte vederlaget på NOK 350 per aksje var påfallende lavt i forhold til omsetningskursen for Gyldendal-aksjen det siste året. Videre viste Periscopus til at Uldal Invest skulle ha et stående tilbud om å selge sine aksjer i Gyldendal til Periscopus for NOK 500 (summen er senere korrigert til NOK 600 per aksje). Dessuten heter det i brevet fra Periscopus at det foreligger et langvarig forretningsforhold og partnerskap mellom Erik Must AS og Uldal Invest og disse foretakenes hovedeiere, henholdsvis Erik Must og Kjell Chr. Ulrichsen. Børsen ble anmodet om å iverksette undersøkelser for å avdekke om det forelå sideavtaler eller lignende som innebar at det reelle vederlaget var høyere enn den avtalte pris på NOK 350 per aksje.

I e-post 1. desember 2008 ba børsen Periscopus om nærmere opplysninger om det eventuelle stående tilbudet på NOK 500 (senere korrigert til NOK 600) per Gyldendal-aksje som Periscopus opplyste at det hadde gitt Uldal Invest.

Periscopus v/ advokat Jervell redegjorde i svarbrev 3. desember 2008 nærmere for selskapets tilbud til Uldal Invest om kjøp av sistnevntes aksjer i Gyldendal.

I brever datert 4. desember 2008 ba børsen Erik Must og Kjell Chr. Ulrichsen om nærmere opplysninger for kontroll av tilbudsprisen. Blant annet stilte børsen spørsmål om det forelå avtaler eller forutsetninger om ytelser av noen art som innebar at det reelle vederlaget kunne anses å være høyere enn NOK 350 per aksje. Børsen ba også om en nærmere beskrivelse av eventuelle forretningsforhold og private forhold mellom Erik Must AS, Uldal Invest og disses nærstående. Kjell Chr. Ulrichsen ble dessuten bedt om å kommentere tilbudet fra Periscopus og hvorfor et slikt høyere bud ikke ble foretrukket. Han ble også spurt om aksjeposten var forsøkt solgt tidligere.

Erik Must AS opplyste i svarbrev 9. desember 2008 at kjøpet av aksjeposten på 357 967 var Erik Must AS' (inkludert nærstående) eneste transaksjon i Gyldendal-aksjer i 2008. Det ble også opplyst at ervervet hadde skjedd på armlengdes vilkår og uten at det var betalt eller avtalt noe annet vederlag enn kontantvederlaget på NOK 350 per aksje. Prisen representerte etter Erik Must AS' syn markedskursen.

I svarbrev 15. desember 2008 redegjorde Kjell Chr. Ulrichsen nærmere for sine motiver ved salget av aksjeposten. I brevet fremgår det at prisen på NOK 350 per aksje var fremforhandlet med Erik Must, og at dette var en fornuftig og rimelig pris ut fra situasjonen da avtalen ble inngått. I brevet opplyste Kjell Chr. Ulrichsen også at det ikke forelå noen avtaler eller forutsetninger om ytelser av noen art utover prisen på NOK 350 per aksje. Det fremgår videre av brevet at Kjell Chr. Ulrichsen ikke ønsket å selge aksjeposten til Hegnar/Periscopus, samt begrunnelse for dette.

Børsen ba i e-post 11. desember 2008 Periscopus v/ advokat Jervell om en oversikt over transaksjoner Periscopus hadde foretatt i Gyldendal-aksjen i løpet av 2008.

I e-post 12. desember 2008 opplyste Periscopus at selskapet hadde ervervet 29 435 aksjer i Gyldendal i løpet av 2008 og ga samtidig en nærmere oversikt over de ulike handlene.

Tilbudsdokument med tilbudspris på NOK 350 per aksje ble fremsendt til børsen av Erik Must AS den 18. desember 2008 for godkjenning.

I brev 18. desember 2008 fra Oslo Børs til Periscopus v/ advokat Jervell opplyste børsen at tilbudsprisen på NOK 350 per aksje i det pliktige tilbudet fra Erik Must AS på aksjene i Gyldendal var godkjent som del av den samlede godkjenningen av tilbudet etter verdipapirhandelloven § 6-14. I brevet ble det redegjort nærmere for børsens begrunnelse for godkjenning av tilbudsprisen, og det vises til nærmere redegjørelse for dette nedenfor under punkt 5.

Erik Must AS' pliktige tilbud og tilbudsdokument ble deretter godkjent i formelt godkjenningebrev fra Oslo Børs 22. desember 2008.

Periscopus v/ advokat Stephan Jervell påklaget i brev 22. desember 2008 børsens godkjenning for så vidt gjelder tilbudsprisen. Øvrige opplysninger om klagesaken fremgår ovenfor under punkt 1, og det vises til fremstillingen der. Innholdet i klagen omtales nærmere nedenfor under punkt 6.

#### 4 Rettslig grunnlag

Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) § 6-10 fjerde ledd lyder:

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

#### 5 Oslo Børs' vedtak

Oslo Børs godkjente i formelt godkjenningebrev 22. desember 2008 Erik Musts pliktige tilbud og tilbudsdokument. Børsens begrunnelse for godkjenningen fremgår ikke av godkjenningebrevet, men børsen har i brev 18. desember 2008 til Periscopus' advokat gitt en nærmere begrunnelse for hvorfor tilbudsprisen på NOK 350 godkjennes.

I ovennevnte brev 18. desember 2008 viser børsen innledningsvis til Periscopus' anmodning om å iverksette undersøkelser etter verdipapirhandelloven § 15-4. Børsen tar så utgangspunkt i verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd. Fra brevet (side 1, fjerde avsnitt følgende) gjengis:

*"Basert på de undersøkelser børsen har gjort gjennom spørsmål til Erik Must og Kjell Chr. Ulrichsen, har børsen ikke grunnlag for å anta at tilbudsprisen ikke tilsvarer det høyeste vederlag som Erik Must AS eller dets nærstående har betalt eller avtalt for aksjer i Gyldendal i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Børsen har herunder ikke grunnlag for å anta at Erik Must og Kjell Chr. Ulrichsen eller noen av deres nærstående har betalt eller avtalt vederlag for andre eiendeler, har inngått noen andre avtaler eller at det foreligger forutsetninger om ytelser av noen art som involverer noen av de nevnte selskaper eller personer og som innebærer at det reelle vederlaget for kjøpet av posten på 357 697 aksjer er høyere enn den avtalte prisen på NOK 350 per aksje. Basert på nevnte undersøkelser har børsen heller ikke grunn til å anta at prisen innebærer noen gave, gavesalg eller særskilt gunstig pris. Prisen på NOK 350 per aksje er altså det høyeste tilbyder og dennes nærstående har betalt eller avtalt de siste seks månedene før tilbudsplikten inntrådte.*

*Børsen har videre vurdert om det er forhold som tilsier at det er klart at markedskursen var høyere da tilbudsplikten inntrådte. Det er antatt i forarbeidene at slik alternativ tilbudspris sjeldent vil være aktuelt og skal være forbeholdt omgåelsestilfeller, jf. Ot. prp. 29 (1996-97) s. 79.*

*Siste omsetning i Gyldendal-aksjen som ble rapportert til børsen – utover Erik Must AS' kjøp – var 40 aksjer til kurs NOK 400 den 4. november 2008. Snittkursen for året er 406,53, og kursen har ikke vært NOK 350 eller lavere siden 14. januar 2008. Kursbildet for øvrig viser at Gyldendal-aksjen er en svært lite likvid aksje med et fåtall handler på beskjedne volumer gjennom hele 2008, herunder i månedene før tilbudsplikten inntrådte. I hele 2008 ble det omsatt kun 30 196 aksjer til en verdi av NOK 12 275 510. Antall handler i størrelsesordenen over 1000 aksjer fordeler seg på ca. 15 000 aksjer i januar, ca. 1 000 aksjer i februar, ca. 1 000 aksjer i mai og ca. 12 000 aksjer i oktober. Dette gjør prisingen av Gyldendal-aksjen usikker. I forlengelsen av dette nevnes at kun én aksjonær har stått for det alt vesentlige av handlene i Gyldendal-aksjen i 2008, vel 29 435 av totalt 30 196 aksjer. At én enkeltaksjonær dominerer ved kursfastsettelsen gjør prisingen ytterligere usikker. Børsen bemerker at det i dette henseende ikke har noen betydning at den aktuelle aksjonæren er Periscopus AS. Det er heller ikke gitt at omsetningen av større aksjeposter vil kunne skje til samme kurser som for små aksjeposter. Den omhandlede transaksjonen på 357 697 aksjer til NOK 350 per aksje kan illustrere nettopp dette. Når det gjelder det stående "budet" fra Periscopus AS/Trygve Hegnar var ikke dette et markedsrettet bud, men et bud rettet til to aksjonærer. Disse sto frie til å avslå budet, også begrunnet ut fra ønsket om ikke å selge til Periscopus AS/Trygve Hegnar. Av den grunn kan heller ikke budet fra Periscopus AS/Trygve Hegnar få betydning ved vurderingen av markedskursen i aksjen. Børsen er uansett av den oppfatning at en enkeltaksjonær og potensielt konkurrerende tilbyder, ikke på denne måten kan etablere markedskurs som også gir en alternativ og svært gunstig exit. Det kan således ikke identifiseres noen så tydelig markedskurs for Gyldendal-aksjen at den klart kan sies å være høyere enn NOK 350 pr aksje.*

*Børsen bemerker for øvrig at Gyldendals underliggende verdier ikke er relevant ved børsens vurdering av markedskursen etter vphl. § 6-10 (4) annet punktum.*

*Børsen har i tråd med dette godkjent tilbudsprisen i Erik Must AS' tilbud på NOK 350 per aksje i Gyldendal. Godkjennelsen skjer som del av den samlede godkjennelsen etter verdipapirhandelloven § 6-14 første ledd."...*



I brev 9. januar 2009 til Børsklagenemnden fastholder Oslo Børs vedtaket om godkjenning av tilbudsprisen. Brevet punkt 6 inneholder en nærmere redegjørelse for børsens vurdering av saken. Børsen tar igjen utgangspunkt i verdipapirhandeloven § 6-10 fjerde ledd, og går gjennom forarbeidene til loven, herunder hensyn som ligger til grunn for lovbestemmelsen, samt praksis fra børsen selv og Børsklagenemnden.

Lovens forarbeider tilsier i følge børsen at utgangspunktet skal være den kurs som er betalt i henhold til verdipapirhandeloven § 6-10 fjerde ledd første punktum, og at markedskurs etter bestemmelsens annet punktum bare skal benyttes der det fremstår klart at denne er høyere, jf. NOU 1996:2 side 123. Vederlagsbestemmelsen i § 6-10 fjerde ledd første punktum er i følge børsen hovedregelen, mens markedskursbestemmelsen i annet punktum er et unntak.

Børsen drøfter videre i hvilke tilfeller unntaksbestemmelsen kommer til anvendelse. Ordet "klart" tilsier at det må stilles kvalitative krav til de faktiske forhold som skal underbygge at det foreligger en høyere markedskurs.

Børsen går deretter inn på hvordan en eventuell markedspris i henhold til verdipapirhandeloven § 6-10 fjerde ledd skulle kunne beregnes. Vanligvis vil markedskurs være den pris som er betalt i kjøpet som utløser tilbudsplikten. Ordlyden taler i følge børsen mot at historisk snittkurs langt tilbake i tid kan legges til grunn. Børsen viser til Ot. prp. nr. 29 (1996-97) side 79, der departementet uttaler at markedskursen bør ha vært "stabilt høyere gjennom en periode" for at markedskurs etter verdipapirhandeloven § 6-10 fjerde ledd annet punktum skal kunne legges til grunn. Det innebærer etter børsens oppfatning at handlene må ha vært av en viss hyppighet og omfang for at markedskurs i lovens forstand skal kunne fastslås.

Børsen peker også på uttalelser i lovens forarbeider om hensynene bak bestemmelsen, herunder hensynet til at tilbyder på forhånd skal kunne beregne hva tilbudsprisen vil være (Ot. prp. nr. 29 (1996-97) side 79 og NOU 1996:2 side 122 og 123). Dette hensynet tilsier i følge børsen at unntaksbestemmelsen skal forstås snevert.

Børsen korrigerer det børsen selv skrev i brevet 18. desember 2008 til advokat Jervell, om at det i forarbeidene til loven antas at bestemmelsen i verdipapirhandeloven § 6-10 fjerde ledd skal være forbeholdt omgåelsestilfellene. Børsen skriver videre at denne feilen ikke har vært bestemmende for børsens vedtak. Børsen sier seg også enig med klager i at verdipapirhandel-oven § 6-10 fjerde ledd ikke åpner for et diskresjonært skjønn for børsen.

Børsen finner ikke eksempler på at markedskursalternativet har kommet til anvendelse i børsens egen praksis. Børsen har i sin praksis lagt til grunn at unntaksbestemmelsen i § 6-10 annet ledd annet punktum skal forstås snevert, jf. særlig uttalelse 2. april 2001 (Swan Reefer ASA) og 21. november 2003 (Crystal Production ASA). Børsen finner ikke eksempler på at Børsklagenemnden har behandlet spørsmål om markedsprisalternativet når det utløsende ervervet har funnet sted mellom to uavhengige parter, og kan ikke se at Børsklagenemndens sak 5/2006 (Wilson ASA), som klager viser til, gir noen veiledning for foreliggende tilfelle.

På side 12 i børsens brev 9. januar 2009 til Børsklagenemnden, nest siste avsnitt, oppsummerer børsen sin forståelse av den aktuelle lovbestemmelsen slik:

*"Basert på ovennevnte er børsen av den oppfatning at unntaket i vphl. § 6-10 (4) annet ledd skal gis et snevert anvendelsesområde. Unntaket i annet ledd skal være forbeholdt omgåelsestilfeller og tilfeller der særlige grunner tilsier at tilbudsprisen bør sensureres. Hvis ikke vil det ikke være "klart" at det foreligger en høyere markedskurs enn kursen i den handel som utløste tilbudsplikten."*

Børsen går så over til subsumsjonen, og finner i den forbindelse ikke grunnlag for å anta at tilbudsprisen ikke tilsvarer det vederlag Erik Must eller nærstående har betalt eller avtalt for aksjer i Gyldendal i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte. Vurderingene er i all hovedsak i samsvar med det som fremkommer i børsens brev til advokat Jervell 18. desember 2008, se ovenfor om disse. Børsen uttaler for øvrig at det er høyst uklart hva som alternativt skulle anses som markedskurs i denne saken, og gjennomgår i den sammenheng transaksjoner i Gyldendal-aksjen i 2008.

Børsen konkluderer slik (side 13, nederst):

*"Børsen fastholder sitt vedtak av 18. desember 2008 om godkjenning av Erik Must AS' pliktige tilbud på aksjene i Gyldendal ASA, herunder tilbudsprisen på NOK 350 per aksje."*

## 6 Klagers anførsler

Periscopus v/ advokat Jervell har i hovedsak anført:

Børsens vedtak bygger på feil lovtolkning, rettsanvendelse og subsumsjon. Korrekt tilbudspris skal være NOK 406,53, fastsatt etter verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd annet punktum.

Verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd inneholder ikke noen hovedregel i første punktum og unntaksregel i annet punktum slik som børsen hevder, men to likestilte regler. Børsens grunnleggende premisse for rettsanvendelsen er således galt. Det er feilaktig lovtolkning når børsen legger til grunn at bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd annet punktum "sjeldent vil være aktuelt og skal være forbeholdt omgåelsestilfeller, jf. Ot. prp. 29 (1996-97) side 79". Lovens ordlyd er klar. Dersom det er klart at markedskursen, når tilbudsplikten inntreffer, er høyere enn den pris som følger av bestemmelsens første punktum, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen. Børsen har ikke noe diskresjonært skjønnet etter denne bestemmelsen.

Det er dessuten i beste fall tvilsomt om forarbeidene gir de anvisninger børsen anfører til støtte for sin innskrenkende tolkning i strid med lovens ordlyd. I NOU 1996:2 side 122 høyre spalte er det vist til tilfeller som ikke innebærer noen omgåelsesproblematikk. Heller ikke de øvrige forarbeidene til loven (Ot. prp. nr. 29 (1996-97) side 79), som børsen viser til, gir støtte til det syn at verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd annet punktum er begrenset til omgåelsestilfeller. Forarbeidene sier heller ikke at terskelen for å anvende bestemmelsens annet punktum skal være høy.

Spørsmålet blir så om vilkårene for anvendelse av bestemmelsens annet punktum faktisk er oppfylt, dvs. om det var klart da tilbudsplikten inntrådte at markedskursen var høyere enn vederlaget.

I lovens forarbeider (Ot. prp. nr. 29 (1996-97) side 79) presiserer departementet: "For at markedskursen skal anses klart høyere legger departementet til grunn at denne bør ha vært stabilt høyere gjennom en periode". Klager mener dette er situasjonen i foreliggende sak. Det har vært omsatt aksjer gjennom hele 2008, med snittkurs på NOK 406,53. At markedskursen har vært høyere enn den avtalte prisen, er således på det rene. Kursen har ikke vært lavere enn NOK 350 siden 14. januar 2008. Klager mener det er etablert en markedskurs. Markedskursen har ikke vært svært varierende, slik Erik Must AS anfører i tilsvaret. Klager kan ikke se at lav likviditet i aksjen innebærer at lovens klare regel skal settes til side. Det følger verken av lovens ordlyd eller forarbeider at lovens klare regel skal settes til side der det er lav omsetning i aksjen. Til støtte for bruk av bestemmelsen annet punktum vises også til Børsklagenemnden sak 5/2006 (vedtaket side 7):

*“Det legges i denne forbindelse 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”.*

Børsklagenemnden gir uttrykk for et generelt prinsipp. Børsens subsumsjon/rettsanvendelse i vedtaket er i strid med det klare prinsipp uttalt av Børsklagenemnden.

Det har ingen betydning at det hovedsakelig er klager/Periscopus som har stått for brorparten av aksjekjøpene i 2008.

Også reelle hensyn, herunder hensynet til minoritetsaksjonærene, underbygger at børsens lovtolkning og subsumsjon/rettsanvendelse må anses å være feil.

Erik Must AS´ anførsler i tilsvaret om at Gyldendal har hatt en dårlig økonomisk utvikling i 2008 sammenlignet med 2006 og 2007, er etter klagers oppfatning ikke relevant for anvendelsen av verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd annet punktum. Uansett mener Periscopus at den reelle, underliggende verdi av Gyldendal-aksjen er betraktelig høyere enn NOK 350 eller NOK 400 per aksje, blant annet fordi Gyldendals nye hovedkontor eies av selskapet, uten at verdien av dette er reflektert i regnskapet eller aksjekursen.

Periscopus understreker avslutningsvis at det er oppsiktsvekkende at ikke Uldal Invest kontaktet Periscopus for å innhente konkurrerende bud dersom det virkelig var armlengdes avstand mellom Erik Must AS og Uldal Invest, all den tid Periscopus hadde gitt Uldal Invest et stående bud på NOK 600 per aksje.

## 7 Anførsler i tilsvaret

Erik Must AS v/ advokat Kim Dobrowen har i hovedsak anført:

Børsens godkjennelse av tilbudsprisen på NOK 350 er korrekt. Børsens vedtak er verken basert på feil lovtolkning, rettsanvendelse eller subsumsjon. Erik Must AS slutter seg til det som står i vedtaket.

Erik Must AS har ikke betalt høyere vederlag enn NOK 350 i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte. Det er ikke “klart” at markedskursen var høyere enn NOK 350 da tilbudsplikten inntrådte. Kontrollskiftet som utløser tilbudsplikt har skjedd gjennom kjøp på armlengdes avstand. Det er verken faktisk eller rettslig noe grunnlag for å komme til at Erik Must AS´ kjøp ikke representerte markedskurs på det aktuelle tidspunktet.

Når det gjelder lovtolkningen, er hovedregelen bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd første punktum. Et hovedhensyn bak bestemmelsen er hensynet til forutberegnelighet for potensielle tilbydere, jf. Ot. prp. nr. 29 (1996-97) side 79. Dette er viktig, ettersom det kan virke hemmende på fremsettelsen av offentlige tilbud dersom tilbyder ikke kan kalkulere tilbudsprisen før tilbudspliktgrensen brytes.

For å anvende unntaksregelen i verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd annet punktum, er det ikke tilstrekkelig at noen andre enn tilbyder har betalt eller uttrykt vilje til å betale høyere kurs enn tilbudsprisen. Dette er ikke lovens system. Kursen kan derfor ha beveget seg over tilbudsprisen uten at dette skal rokke ved utgangspunktet i § 6-10 fjerde ledd første punktum.

Det understrekes i forarbeidene at terskelen for å anvende § 6-10 fjerde ledd annet punktum skal være høy. Ut fra hensynene bak hovedregelen bør unntaksregelen i annet punktum kun få anvendelse der (i) tilbyder på grunn av omstendighetene rundt transaksjonen ikke kan ha en berettiget forventning om at betalt vederlag utgjør

markedskurs og (ii) den høyere markedskursen enkelt lar seg etablere. I denne saken er disse kravene ikke oppfylt.

Børsklagenemndens sak 5/2006, som klager viser til, gjelder et tilfelle hvor det ikke forelå en transaksjon på armlengdes vilkår, og er ikke relevant for foreliggende sak.

I følge forarbeidene må markedskursen ha vært "stabilt høyere" for at unntaket skal få anvendelse. Unntaksbestemmelsen har også blitt tolket snevert i praksis, se Oslo Børs' uttalelse 2. april 2001 (Swan Reefer).

Når det gjelder rettsanvendelsen, anføres det at det ikke er noen forhold i saken som tilsier at avtalen mellom Erik Must AS og Uldal Invest AS ikke ble foretatt på armlengdes avstand. Det foreligger ingen gavesalgssituasjon, forsøk på omgåelse av reglene eller lignende. Børsens rettsanvendelse, når man har kommet til at det ikke forelå forhold som tilsier at markedskursen var høyere enn NOK 350 da tilbudsplikten inntrådte, er i samsvar med det som følger av lov og forarbeider.

Erik Must AS er uenig i at Gyldendal-aksjens snittkurs gjennom 2008 på NOK 406,53 skal legges til grunn for fastsettelse av tilbudsprisen. Periscopus' argumentasjon for dette har ikke støtte verken i lov eller forarbeider. Dersom historisk snittkurs i en viss periode skulle legges til grunn, ville dette fulgt direkte av loven.

Videre er situasjonen i foreliggende sak ikke slik at markedskursen har vært "stabilt høyere" enn den høyeste pris som tilbyder har betalt, jf. forarbeidene til loven. Snittkurs på en illikvid aksje gjennom 11 måneder representerer på ingen måte markedskurs ved periodens utløp. Enn mindre kan dette gjelde i et aksjemarked som har falt dramatisk i samme periode. Omsetningen av Gyldendal-aksjen i 2008 gir ikke grunnlag for å konkludere med at det var etablert en annen, avvikende markedskurs. Aksjen ble 3. januar 2008 omsatt til kurs NOK 310 per aksje. Erik Must AS' kjøp til kurs NOK 350 den 26. november 2008, som utløste det pliktige tilbudet, innebærer en kursstigning på 13 prosent fra 1. januar 2008. OSEBX falt i samme periode 57 prosent. En slik rettsanvendelse som klager tar til orde for, ville i stor grad være til hinder for selskapsovertakelser i et fallende marked.

Dessuten vil det være uriktig å se bort fra at den snittkurs som anføres er fastsatt på bakgrunn av et fåtall transaksjoner foretatt hovedsakelig av én kjøper – Periscopus. Sistnevnte har kjøpt 97,5 prosent av de Gyldendal-aksjer som ble omsatt i 2008 forut for transaksjonen som utløste tilbudsplikt, jf. også børsens uttalelse 2. april 2001 (Swan-Reefer ASA).

Klager gir uttrykk for at det forelå et "stående bud" på NOK 600 på de Gyldendal-aksjer Erik Must AS hadde fra Periscopus. Dette er en udokumentert påstand. Tilbyder ble sist kontaktet av Periscopus 7. april 2008 med forespørsel om kjøp av aksjer til NOK 600. I perioden 7. april til 26. november 2008 falt hovedindeksen med 51,1 prosent. Erik Must har ikke oppfattet situasjonen slik at det foreligger et "stående bud" på NOK 600.

Det har heller ikke foreligget et stående tilbud til Uldal Invest. Et slikt tilbud ble fremsatt til Kjell Chr. Ulrichsen 6. desember 2007 og avslått av ham i brev 19. desember 2007. Dermed bortfalt tilbudet, jf. avtaleloven § 5. Noe nytt tilbud er ikke fremsatt.

## 8 Børsklagenemndens vurdering

Børsens vedtak om godkjenning av tilbudet i henhold til verdipapirhandelloven § 6-14 er gjenstand for klage, jf. børsloven § 40. Børsklagenemnden er klageinstans, jf. børsforskriften § 35. Klagen er rettidig.

Spørsmålet i saken er om tilbudsprisen skal fastsettes til de NOK 350 per aksje som Erik Must AS betalte i den transaksjonen som utløste tilbudsplikten, eller om markedskursen

på aksjen klart var høyere slik at en høyere kurs skal legges til grunn etter verdipapirhandelloven § 6-10 (4) annet punktum.

Det Børsklagenemnden må ta stilling til, er om det er klart at det forelå en annen og høyere markedskurs enn NOK 350 den 26. november 2008.

Klageren påpeker at markedskursen på aksjene har ligget høyere enn NOK 350 gjennom hele 2008 fra 15. januar 2008 da 280 aksjer i Gyldendal ASA ble omsatt til kurs NOK 360, og frem til den siste overdragelse før salget av de 357 967 aksjer til Erik Must AS fant sted. Denne siste transaksjonen foregikk 4. november og gjaldt 40 aksjer som ble solgt til kurs NOK 400. Gjennomsnittsprisen for de 30 196 aksjer som ialt var blitt omsatt i 2008 frem til 26. november, utgjorde NOK 406,53. Klager mener at denne gjennomsnittskursen må være riktig tilbudspris.

Det må være åpenbart at man ved anvendelsen av verdipapirhandelloven § 6-10 (4) annet punktum, som gir anvisning på "markedskursen når tilbudsplikten inntreer", ikke kan legge til grunn en gjennomsnittskurs fra en periode som strekker seg over 11 måneder forut for dette tidspunkt. For å kunne benytte regelen må det klart kunne fastslås en markedskurs på det angjeldende tidspunkt som ligger høyere enn NOK 350. I ordet "klart" ligger krav til en viss styrke på bevisene for en slik høyere markedskurs.

Det dreier seg her om en lite likvid aksje med et fåtall handler på beskjedne volumer. Den siste handelen før den aktuelle transaksjonen gjaldt således bare 40 aksjer og foregikk 3 uker før den 26. november 2008. Før det igjen ble det den 22. oktober 2008 omsatt 4 715 aksjer til kurs NOK 410. Aksjemarkedet generelt var i kraftig fall i november. Fra 4. til 26. november falt OSEBX-indeksen ved Oslo Børs 21,88 %. Det er etter Børsklagenemndens mening ikke mulig å fastslå at det 3 uker senere klart forelå en markedskurs som lå høyere enn de NOK 350 som ble avtalt mellom Uldal Invest AS og Erik Must AS.

Klageren har vist til Børsklagenemndens avgjørelse i sak 5/2006 og anført at den gir støtte for klagers syn. I den saken gjaldt tvisten hvorvidt bestemmelsen i den tidligere verdipapirhandellov § 4-10, som tilsvarte någjeldende lov § 6-10 (4), i det hele tatt kom til anvendelse i et tilfelle der det ikke var betalt noe for aksjeoverdragelsen som utløste tilbudsplikten. Klagers anførsel i saken gikk ut på at aksjenes verdi i et slikt tilfelle måtte fastsettes skjønnsmessig og til aksjenes virkelige verdi. Den passus som er trukket frem av klager, må leses på bakgrunn av dette saksforholdet. Avgjørelsen er derfor lite relevant i forhold til situasjonen i foreliggende sak, hvor vederlaget som skulle betales, faktisk ble avtalt etter forhandlinger mellom partene.

Etter børsens undersøkelser foreligger det ingen omstendigheter rundt transaksjonen den 26. november 2008 som skulle tilsi at avtalt vederlag ikke ga uttrykk for hva som faktisk ble betalt for aksjene. Ut fra den fremlagte dokumentasjon har Børsklagenemnden heller ingen holdepunkter for å fastslå noe annet. Det forhold at Must og Ulrichsen er tidligere mangeårige partnere og sitter i styrer sammen, kan etter Børsklagenemndens oppfatning ikke tillegges noen selvstendig betydning i denne sammenheng.

Tilbudet som ble fremsatt av klager og avslått av Kjell Chr. Ulrichsen i desember 2007 og gjentatt overfor Erik Must AS i begynnelsen av april 2008, kan heller ikke få betydning i forhold til kravet i verdipapirhandelloven § 6-10 (4) annet punktum om at en høyere markedskurs per 26. november 2008 klart må kunne fastslås. Fra siste tilbud var det gått over et halvt år, og både finansmarkedet og de økonomiske resultater i Gyldendal hadde utviklet seg i negativ retning. Tilbudet er ikke gjentatt. Heller ikke klager har anført at beløpet på NOK 600 skal tas hensyn til ved utregningen av den tilbudspris klager mener er riktig.

Børsklagenemnden finner etter dette at det ikke kan sies å være klart at det forelå en høyere markedspris på aksjen enn NOK 350 da tilbudsplikten inntrådte den 26.

november 2008. Verdipapirhandelloven § 6-10 (4) første punktum vil da gjelde. Børsklagenemnden slutter seg derfor til børsens vedtak. Vedtaket er enstemmig.

Børsklagenemndens vedtak:

Oslo Børs' vedtak av 18. desember 2008 om godkjenning av pliktig tilbud på samtlige aksjer i Gyldendal ASA fremsatt av Erik Must AS, stadfestes.

#### **6.4.3 Konsolidering – eiere av part i aksjonæravtale - Telecomputing ASA (e-poster av 18. og 20.11.2009)**

Det vises til børsens spørsmål om Nobelsystems Scandinavia AS eller dets eier R. Storvestre er nærstående med tilbyder etter vphl. § 2-5. En eventuell konsolidering vil medføre at avtale om eller erverv aksjer i målselskapet som er foretatt til en høyere pris enn 18.15 av konsoliderte parter de siste 6 måneder vil danne minste lovlig tilbudspris i et senere pliktig tilbud. Børsen er av den oppfatning at tilbudsdokumentet for det frivillige tilbudet bør opplyse om en eventuell høyere pris i et senere pliktig tilbud, eller opplyse om de faktiske forhold som kan medføre at tilbudsprisen i det pliktige tilbudet blir høyere.

Børsen må således vurdere om det er grunnlag for å konsolidere Seco Invest AS med Nobelsystems Scandinavia AS og dets eier R. Storvestre. Vurderingen må formelt sett gjøres senest i forbindelse med godkjenningen av et eventuelt pliktig tilbud, men finner det hensiktsmessig å klargjøre dette mest mulig i forbindelse med det frivillige tilbudet fordi konklusjonen vil kunne være et premiss for fremsettelsen og/eller aksept av det frivillige tilbudet. Formelt sett vil det imidlertid være under godkjenningen av et pliktig tilbud eller nektelse av slik godkjenning at et vedtak vil treffes.

Børsen viser til at etter vphl. § 2-5 nr. 5 anses som noens nærstående den "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..". På bakgrunn av det opplyste antar børsen at inngåelse avtale mellom Sabaro-selskapene, Ferd-selskapene og Nobelsys om transaksjonen som beskrevet i tilbudsdokumentet pkt. 1.2, herunder å opprette et felles selskap for å by på målselskapet gjennom å skyte inn de respektive eierandeler målselskapet, må antas å fanges direkte av uttrykket "forpliktende samarbeid". Dette gjelder særlig når gjennomføring av transaksjonen er betinget av at vilkårene for tilbudet er oppfylt eller fravikes. Dette medfører at tilbyder og Nobelsys konsolideres. Nobelsys og dets eiere R. Storvestre konsolideres etter vphl. § 2-5 nr. 4.

[...]

Når det gjelder spørsmål nr. 1 er det enighet om at problemstillingen er om Storvestre har "forpliktende samarbeid" med tilbyder Seco Invest "når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument", jf. vphl. § 6-5, jf. § 2-5 nr. 5. Børsen er derimot ikke enig i at Storvestre ikke er nærstående etter denne bestemmelsen fordi han ikke er del i avtaleverket som er inngått med Ferd og Sabaro og fordi de aksjene Storvestre eier personlig ikke omfattes av den aksjepost som selges til Seco Invest. Som tidligere lagt til grunn av børsen og Børsklagenemnda, med støtte i forarbeidene, er det ikke avgjørende om det er inngått formell avtale mellom partene. Det er tilstrekkelig at partene opplever å være gjensidig forpliktet. Det kan riktignok ikke automatisk legges til grunn at nærstående til nærstående skal konsolideres med tilbyder. Det er likevel nærliggende å anta at man vil opptre likt for de aksjene man eier personlig som de man eier gjennom et heleid selskap, med mindre det er klare holdepunkter for noe annet. Børsen kan ikke se at det foreligger slike klare holdepunkter i denne saken. Uavhengig av hvem som har tatt initiativet til å fremsette tilbudet er det et faktum at Storvestre gjennom Nobelsys er blant dem som fremsetter et tilbud på aksjene i TCO. Etter børsens oppfatning vil det harmonere dårlig med reglene om tilbudspris dersom en tilbyder skal kunne fremsette et lavere tilbud gjennom at tilbyder selv eller nærstående holder enkelte

aksjeposter utenfor. Børsen er etter dette av den oppfatning at Storvestre må konsolideres med Seco Invest i forhold til reglene om tilbudsplikt.

Når det gjelder spørsmål nr. 2 er børsen ikke enig i at avtalen mellom Nobelsys og tilbyder kun er en salgavtale med delvis oppgjør i aksjer. Nobelsys forplikter seg gjennom avtalen til å delta som eier i et selskap hvis eneste formål er å by på og overta alle aksjene i TCO. Hvem som har tatt initiativet til tilbudet synes å være et lite egnet kriterium å skille denne fremgangsmåten fra et tilfelle hvor to eller flere parter med identiske interesser på samme tid finner hverandre med tanke på å fremme et bud. Børsen er heller ikke enig i at uttalelsen i NOU 1996:2 kan forstås dit hen at ethvert samarbeid om erverv av aksjer i et selskap faller utenfor tilbudsplikten. Det vil innebære en uthuling av tilbudspliktreglene. Ingen av de nevnte saker omfatter et tilsvarende tilfelle der flere parter slår seg sammen om å by på selskapet og henvisningene til denne uttalelsen i forarbeidene må forstås i lys av det konkrete faktum i nevnte saker.

Børsen er heller ikke enig i at børsen etter vphl. § 6-5 (2) står fritt til å beslutte konsolidering eller ei dersom formålet bak reglene ikke tilsier konsolidering. Konsolideringsreglene innebærer et lovbundet skjønn, slik også lagt til grunn Børsklagenemndens sak 1/2003 s. 135. Se <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Vedtak-og-uttalelser>. Selv om børsen skulle ha ment at det ikke burde skje en konsolidering i dette tilfellet, ville børsen ikke stått fritt til å fatte en slik beslutning.

## **6.5 FRIVILLIG TILBUD**

### **6.5.1 Lovvalg (e-post av 05.01.2009)**

We note that your client is evaluating the possibilities of launching a voluntary offer for the shares in a company listed (only) on a regulated market in Norway. The target company has its registered office in, and is existing under the laws of, the [EU-state]. You have raised the question whether the price in the voluntary offer should be decided in accordance with Norwegian rules or [EU-state] rules.

Art 4(2)(e) of the Takeover Directive sets out that "the consideration offered in the case of a bid, in particular the price" should be decided in accordance with the rules of the regulated market state (Norway), cf. section 6-14 second subsection of the Securities Regulations of 29 June 2007 no 876.

However, the directive further specifies that "any derogation from the obligation to launch a bid" should be decided by the rules of the registered office state. A mandatory offer will in certain circumstances not be required if a prior voluntary offer has been made in accordance with the [EU-state].

Based on the above, our preliminary understanding is that the voluntary offer price will be subject to Norwegian rules. However, whether a subsequent mandatory offer will be required should be decided in accordance with the [EU-state]. It must therefore be examined whether [EU-state] sets out specific requirements with regard to the voluntary offer price that must be complied with in this respect.

## **6.6 LIKEBEHANDLING**

### **6.6.1 Klage over særbehandling av aksjonærer i Telecomputing ASA (Børsklagenemndens sak 1/2010)**

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

1 Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 2 Om tilbyderselskapet og avtalte vilkår for investeringen

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

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

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

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

### Safe Invest AS

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

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

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



### Nobelssystem Scandinavia AS

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

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

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

### Max Bjerke AS

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

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

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

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

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

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

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

*Kun Nobelssystem og Max Bjerke AS ble kontaktet. Seco har opplyst at bakgrunnen for at disse aksjonærene ble kontaktet var både at oppkjøpet ville bli mindre kapitalkrevende i den forstand at Safe-Invest AS' andel av egenkapitalen ble redusert, samt at man anså at aksjonærene i fellesskap ville muliggjøre oppkjøpet. Nobelssystem ble kontaktet først ettersom størrelsen på deres*

*aksjepost var så vidt stor at en negativ tilbakemelding ville umuliggjøre budet. I forhold til Max Bjerke var det også sentralt at dette selskapets aksjonær, Lars Oscar Bjerke, hadde vært aksjonær og ansatt i TeleComputing ASA siden etableringen av selskapet. Max Bjerke er den eneste betydelige aksjonær som er kontrollert av ansatte i TeleComputing AS. Lars Oscar Bjerke har en viktig rolle i selskapet og ble også ansett som en viktig kulturbærer som det var strategisk viktig å alliere seg med. Det ble også antatt at dette ville ha en positiv signaleffekt i forhold til de øvrige ansatte.*

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

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

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

*FC Invest AS vil bidra med en kontantsum på om lag 253 MNOK i kontanter tilsvarende halvparten av verdien av Sabaro Investments Ltd sine aksjer med samme ratio mellom egenkapital og aksjonærlån som Sabaro Invest AS. Dette skjer ved kontantemisjon i Safe rettet mot FC Invest AS og aksjonærlån fra FC Invest AS til Seco.*

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

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

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

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

*”Aksjonærenes innflytelse i Safe følger i hovedsak aksjelovens bestemmelser. Det er avtalt at ingen aksjonærer kan kreve at Safe tvangsutløser øvrige aksjonærer.*

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

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

### 3 Sakens bakgrunn

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### 4 Rettslig grunnlag

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

Verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd lyder:

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

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

#### 5 Børsens vedtak

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

### 5.1 Klage over tilbudsprisen

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

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

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

### 5.2 Likebehandlingsprinsippet

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Børsstyret uttaler videre:

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

*enkeltvis til så mange aksjonærer som er nødvendig for å få den kontroll som skal til uten kontrollskifte. Prissettingen av kontrollskifte vil da kunne foregå etter avnoteringen og utenfor tilbudsreglene.”*

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

Børsen mener det neppe er en høyere terskel for omgjøring av godkjenningen enn opprettholdelse av godkjenningen. Omgjøring vil være til ugunst for tilbyder, men opprettholdelse av godkjenningen vil være til ugunst for de øvrige aksjonærene. Børsstyret uttaler videre:

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

### 5.3 Subsidiært – den konkrete situasjonen

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

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

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

*Nobelssystem derimot er en langt større aksjonær med sine 11,4 %. Nobelssystem fremstår også som en annen aksjonærtype ved at selskapet er et aktivt*

*investeringsselskap av noe større størrelse. Innflytelsen i tilbyder, tilbudsprosessen og bidraget ved finansieringen er også begrenset. Innskutt kapital er begrenset til aksjer realisert ved salget. Også Nobelsystem ble invitert inn i tilbudsselskapet på et sent tidspunkt dog tidligere enn Bjerke, og det er uttalt at Nobelsystem ble invitert med for å muliggjøre oppkjøpet. Det kan derfor hevdes at også Nobelsystem i realiteten er en særbehandlet aksjonær, og ingen reell deltager i et aksjonærsamarbeid, men dette er langt mer usikkert enn for Bjerke”.*

#### 5.4 Forskjellsbehandling

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

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

#### 5.5 Børsens konklusjon

Børsstyret fattet deretter slikt vedtak:

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

#### 6 Anførsler fra klager Infix AS

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

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

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



over børs. Bare disse fremgangsmåtene gir et legitimt grunnlag for tvangsinnløsning.

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

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

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

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

## 7 Anførsler fra klager Steinar Johnsen

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

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

## 8 Seco Invest AS' anførsler

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

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

## 8.1 Tidsavgrensning i verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Børsen viser til at svenske regler om oppkjøpstilbud inneholder en strengere regulering av forskjellsbehandlingsbestemmelsene. Børsen kommenterer imidlertid ikke at svenske

regler åpner for at det kan tilbys ulikt oppgjør, så lenge verdien er lik. Seco anser uansett børsens henvisning til de svenske reglene som lite hensiktsmessige, siden norske og svenske regler om oppkjøpstilbud på en rekke områder er totalt forskjellige.

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

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

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

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

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

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

Samme løsning følger også av legalitetsprinsippet.

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

Også reelle hensyn taler for at børsens godkjenning opprettholdes. En endring av godkjenningen vil få vidtrekkende konsekvenser og være uforholdsmessig byrdefull for Seco. Tilbyder er bundet av forpliktende låneavtaler, og har begynt å innrette seg med henblikk på gjennomføring av tilbudet, samt pådratt seg kostnader gjennom oppkjøpet. Aksjonærene i Seco er dessuten bundet av investeringsavtaler og aksjonæravtaler. Også

andre markedsaktører antas å bli rammet. Etter at tilbudet ble fremsatt har handelen i Telecomputing økt betydelig, og aksjekursen ligger tett opp til tilbudsprisen.

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

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

## 8.2 Samarbeidet mellom Seco-aksjonærene

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### 8.3 Innholdet av begrepet "forskjellsbehandling"

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

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

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

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

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

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

minoritetsaksjonærene, og således ikke omfattet av forbudet i verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd.

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

## 9 Børsklagenemndens vurdering

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

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

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

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

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

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

Oslo Børs har i hvert fall i 10 år fulgt den praksis at kravet til likebehandling etter verdipapirhandelloven § 4-10 niende ledd og senere § 6-10 niende ledd har vært tidsavgrenset til fra og med fremsettelsen av tilbudet. Her kan nevnes Vedtak og uttalelser 1999 s. 73 vedrørende Norsk Hydros annonserte bud på Saga Petroleum og Vedtak og uttalelser 2001 s. 93 om Finnforests bud på Moelven. Av senere praksis hvor børsen har godkjent at flere aksjonærer har samarbeidet om tilbud, kan nevnes Håg fra januar 2006, Super Office fra august 2008, Normann fra juli 2009, Grenland Group fra oktober 2009 og Bjørge fra november 2009.

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

På den annen side vil en annen forståelse av bestemmelsen medføre en svært vanskelig grenseoppgang mellom hvilke forhåndsavtaler mellom aksjonærer som kan representere

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

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

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

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

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

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

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

Børsklagenemnden traff deretter slikt enstemmig

vedtak:

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

#### **6.6.2 Powel purchase offer – unntak for amerikanske aksjonærer (e-post av 26.06.2009)**

##### Spørsmål:

I am a shareholder in Powel ASA and on behalf of myself and all US and Canadian shareholders have a serious concern regarding the recent mandatory purchase offer submitted by Arendals. It seems that the offer has only been tendered to Norwegian (and perhaps Swedish) shareholders.

My concerns:

1. This effectively creates a second class of shares with different rights than those owned by Norwegian citizens. We did not purchase Class B shares with what now appears to have negligible market value. Rather we own Common Stock in Powel which should be afforded equal treatment under the law.

2. If we are to tender our shares into the offer it seems to me that we have to quickly find a buyer, at what I would expect to be a significant discounted price, in order to sell our shares. Again, this creates a second class of shares with a depressed value.

3. After the offer expires I would expect Powel to be delisted or have such limited liquidity that there would be no market for our shares rendering them essentially worthless.

4. Oystein Saether, the company's CFO and Investor Relations contact, has been prohibited from sending me a copy of the offer. Again, we are being treated differently than other shareholders.

5. We made our investment in a publicly traded OSE-listed company believing the Exchange to be an unbiased, modern, transparent market with shareholder protections similar to those in other Western stock exchanges. I am now concerned that the circumstances do not support this assumption. This offer shows a clear bias towards Norwegian shareholders since I (and the other foreign shareholders) have not been informed of the mandatory offer by either the exchange or by the Company. This is a gross violation of the basic premise of common stock ownership.

I am hoping that limited nature of Arendal's offer, which to my understanding was approved by the Exchange, was a simple oversight on the part of the Exchange's regulators and will soon be rectified.

Please respond to this email with the rationale behind Arendal's ability to selectively exclude a group of common shareholders and the actions the OSE will take to re-establish a fair market for Powel.

Your prompt attention to this matter would be greatly appreciated since the Arendals offer, from my understanding, will expire on 10 July.

Svar:

I refer to the emails below.

In telephone call a few minutes ago, Arendal said that there is doubt of whether US legislation allows Arendal to acquire Powel shares from US investors during the offer period or to approach US investors with the aim of acquiring their shares during the offer period, even if such acquisitions are not made under the offer. However, Arendal has expressed that their attitude towards acquiring Powel shares from US investors after the expiry of the offer period, is positive. Arendal asked us to forward this message to you and kindly asked if you could consider this as alternative.

Oslo Børs has not made any assessment as to whether this is a correct interpretation of US law. Furthermore, Oslo Børs cannot act as an advisor in such questions. We suggest that you contact their financial advisor – Marius Jacobsen at Fondsfians (mtj@fondsfians.no) directly if you have any questions.

Based on Arendals feedback, Oslo Børs does not have sufficient legal reasons to require the Arendal to make the bid again and include US-persons. If you do not find that Arendals suggestion remedies your need, I am afraid that a formal complaint to the Appeal Board is the only way forward.



## **6.7 GARANTI**

### **6.7.1 Roxar ASA - nedskrivning garantibeløp (e-post av 01.07.2009)**

Det vises til e-posten under vedlagt utkast til søknad om nedskrivning av garanti stilt for løsningssummen ved tvangsinnløsning uten forutgående pliktig tilbud, jf. vphl. § 6-22 (3) og asal. 4-25. Det er forutsatt i NOU 2005:17 pkt. 13.3 (s. 64, annen spalte nederst) at børsen skal kunne nedkvittere garantien i slik tvangsinnløsning. Spørsmålet er hvordan en slik garanti kan nedskrives etter reglene i vphf. § 6-10.

Vphf. § 6-10 er ikke tilpasset tvangsinnløsnings situasjonen, da ordlyden ikke tar høyde for at tvangsinnløsning og tilbudsreglene har motsatt utgangspunkt i forhold til aksjonærens handlingsplikt og virkning av passivitet. Det er i søknaden lagt til grunn at i tvangsinnløsningsstilfeller må alternativet i bokstav a) forstås slik at garantien kan nedskrives tilsvarende det antall aksjer det ikke er mottatt innsigelser for.

Det kan stilles spørsmål om også bokstav c), eller en analogi fra denne bestemmelsen, er relevant for tvangsinnløsningsstilfeller, nærmere bestemt at det skal holdes igjen en margin av den totale løsningssummen for eventuelle omtvistede eller uklare innsigelser. En slik sikkerhetsmargin kreves ved nedskrivning av garantien ved pliktige tilbud. Også ved tvangsinnløsning vil det kunne oppstå omtvistede eller uklare innsigelser. Siden oppgjør under tvangsinnløsningen – på det tidspunkt garantien nedskrives – vil være foretatt til alle aksjonærer fra hvilke det ikke har innkommet innsigelser, vil det imidlertid ikke foreligge behov for å garantere for oppjøret overfor andre enn protesterende aksjonærer som ikke har fått oppgjør. Det vises til at verken tilbudsreglene eller reglene om tvangsinnløsning stiller krav om at garantien eller innbetalingen på særskilt konto dekker eventuelle krav om høyere pris enn det tilbudte.

På denne bakgrunn er børsen av den oppfatning at garantien kan nedskrives til et beløp som omfatter verdien av aksjene til de aksjonærer som har gjort innsigelser mot løsningssummen, tillagt forsinkelsesrenter.

For ordens skyld presiseres at i den grad oppjøret ikke hadde vært utbetalt til aksjonærene, ville børsen – etter en analogi av vphf. § 6-10 (1) c) – i tillegg ha krevet en gjenværende margin på 10% av den totale løsningssummen for å dekke eventuelle omtvistede eller uklare innsigelser.

## **6.8 MÅELSESKAPETS UTTALELSE**

### **6.8.1 Ad Tandbergs styreuttalelse etter vphl § 6-16 (e-post av 09.10.2009)**

Det vises til din epost 7. oktober på vegne av Tandberg som svar på vår epost samme dag hvor vi under henvisning til vphl § 6-16 fjerde ledd ber Tandberg innhente uavhengig uttalelse om oppkjøpstilbudet fra Cisco. Tandberg bestrider både at bestemmelsen i vphl § 6-16 fjerde ledd kommer til anvendelsen i det foreliggende tilfelle, og den løsning børsen har skissert som alternativ eller supplement til styrets uttalelse. Tandberg ber oss på dette grunnlag revurdere vårt standpunkt

Først hjemmelsspørsmålet:

Uttrykket "i forståelse med" er et minstekrav til relasjonen; som altså vil være mindre forbindtlig enn f eks avtale. Det er uriktig som angitt i tilbakemeldingen at dette uttrykket er anvendt i konsolideringsbestemmelsene i verdipapirhandelloven. Denne bruker betegnelsen "forpliktende samarbeid". Det siktes antagelig til at begrepet er fortolket i samsvar med ordlyden i tidligere konsolideringsbestemmelser til også å omfatte forståelse mellom to parter.

Det avgjørende er imidlertid ikke relasjonens form eller styrke, men innhold. I vphl § 6-16 (4) er det "fremsettelse av tilbudet", mens § 2-5 (5) gjelder bruk av

aksjonærrettigheter i selskapet som er noe ganske annet. Bruk av aksjonærrettigheter vil typisk være som følge av et interessefellesskap, men det er vanskelig å si at det etter ordlyden er et vilkår etter § 6-16 fjerde ledd.

Forarbeidene er ikke veldig meddelsomme, men bestemmelsen synes å sikte til inhabilitetslignende situasjoner, men slik at det neppe kreves selskapsrettslig inhabilitet, jf. NOU 1996:2 s. 125-126.

Å fremforhandle en avtale med én budgiver om fremsettelse av et tilbud og å påta selskapet mulig betydelige økonomiske forpliktelser i den forbindelse, utgjør noe langt mer enn å vurdere og anbefale et tilbud. Styret vil naturligvis ivareta selskapsinteressen gjennom forhandlingene og avtalen, men ulike styrer kan definere denne noe ulikt; Et styre kan f.eks. legge vekt på kortsiktig aksjegevinst, et annet på langsiktig utvikling av selskapet og arbeidsplasser. I norsk praksis finnes flere eksempler på styrer som har forhandlet slik avtale med én budgiver eller partner ut fra visse hensyn, til tross for at alternative budgivere hadde indikert villighet til å betale høyere aksjepris dersom målselskapets styre hadde vært villig til å forhandle tilsvarende med dem. Utfallet i disse sakene kunne få betydning for eksempel om virksomheten ville forbli i Norge, eller om målselskapets virksomhet kunne ventes å bestå som selvstendig enhet med eksisterende ledelse. Vi understreker dette helt generelt til illustrasjon av regelens formål, uten derved å indikere noe om den foreliggende situasjon.

Vi har ingen innsigelser til legitimiteten av en transaksjonsavtale, og er inneforstått med behovet for det i visse situasjoner, og at det – med visse begrensninger – er akseptert i andre jurisdiksjoner. Så er heller ikke anvendelsen av vphl § 6-16 fjerde ledd noen sanksjon eller på noen måte negativt. Vi har derfor vanskelig for å forstå Tandbergs motstand mot at aksjonærene får en vurdering uavhengig av styret.

Etter vår vurdering utgjør altså den transaksjonsavtalen som Tandbergs styre har forhandlet med Cisco, slik vi har sett den beskrevet, en forståelse om fremsettelse tilbudet.

Vi ser at det er situasjoner hvor det ikke er truffet slik beslutning fra børsens side, men kan ikke se at det skal være avgjørende i forhold til lovtolkningen. Vi kan heller ikke se at vi i våre publiserte eller andre uttalelser har uttalt oss annerledes om bestemmelsens fortolkning. Det er også eksempler på at det er innhentet uavhengige råd etter anvisning fra børsen iht bestemmelsen.

Så til børsens beslutning i medhold av § 6-16 (4):

NOU 1991:25 side 89 sier om dette:

*“Oslo Børs vil kunne vurdere om det er behov for uttalelse fra andre... Oslo Børs står fritt til å velge hvem som skal avgi uttalelse. Formålet med bestemmelsen vil være å fremskaffe et kompetent uavhengig råd som grunnlag for aksjonærenes beslutning. Oslo Børs må således utpeke noen hvis habilitet det ikke vil være tvil om. Videre må vedkommende være kvalifisert til å vurdere de ulike relevante sider av et tilbud. Advokatfirmaer, revisjonsselskaper, fondsmeglerforetak eller andre lignende rådgivere vil normalt kunne avgi den aktuelle uttalelse.”*

I praksis har børsen, i dialog med målselskapene og for å oppnå smidige løsninger, bedt selskapene selv foreslå en uavhengig tredjepart som børsen så har godkjent. Uavhengighet vil være hvor tredjeparten ikke har vesentlige bindinger til transaksjonen eller partene i budet, f.eks. gjennom suksessrelatert avlønning. Disse prosessene har i praksis ikke budt på vesentlige problemer.

Internasjonalt er det alminnelig at det kreves at selskapet innehenter en uavhengig rådgivning av budet og at innholdet i denne offentliggjøres.

I Tandbergs situasjon er ikke vi utover forhold nevnt i eposten nedenfor kjent med forhold som gjør at det foreligger et interessefelleskap mellom tilbyder og styret, eller interessekonflikter mellom selskap og aksjonærer. Transaksjonsavtalen betyr imidlertid at styret har hatt en sterk involvering før tilbudet fremmes, og at aksjonærene derfor vil kunne ha god nytte av et uavhengig råd. Samtidig kan vi ikke se sterke hensyn mot at aksjonærene gis en slik vurdering. Som det fremgår av lovteksten er det ikke et krav at uttalelsen inneholder en anbefaling i den ene eller andre retning. Etter vår vurdering vil det altså være hensiktsmessig at det her innhentes råd fra uavhengig tredjepart.

Tandberg ber oss hensynta kostnaden ved innhenting av slik erklæring. Vi har imidlertid vanskelig for å se at kostnaden har vesentlig betydning i forhold til de verdier saken gjelder og de kostnader som for øvrig påløper i anledning. Kostnad har heller ikke i praksis vært noe diskusjonstema i slike saker ettersom det har vært målselskapene som velger og engasjerer tredjeparten og derved betaler denne. Dersom Tandberg mener at børsen skal bære kostnaden, ber vi om at det klargjøres som en særskilt problemstilling slik at vi kan ha en særskilt vurdering av det. Det ville i tilfelle innebære at børsen engasjerer tredjeparten og ikke den vanlige praksis hvor det som nevnt gjøres av målselskapet.

Vi er åpne for å diskutere fremgangsmåter som er praktisk for budprosessen. Børsen vil f.eks. kunne akseptere at styret avgir uttalelsen etter § 6-16, dersom substansen i en uavhengig rådgivers vurdering av tilbudet fremkommer i eller som supplement til denne.

#### **6.8.2 GGG – vedr. styrets uttalelse om tilbud (e-post av 26.10.2009)**

Jeg viser til din e-post nedenfor og telefonsamtale tidligere i dag vedrørende børsens krav om at det innhentes uttalelse om oppkjøpstilbudet fra HVS Invest AS fra uavhengig sakkyndig under henvisning til vphl § 6-16 (4). Børsens krav er begrunnet av at det foreligger en transaksjonsavtale som styret i GGG har fremforhandlet med HVS Invest AS, og som slik vi forstår det innebærer en forståelse mellom styret og tilbyder om fremsettelse av tilbudet.

Du nevner i din e-post at det er regulert i transaksjonsavtalen at styret samtidig med at budet fremmes skal avgis en uttalelse under forutsetning av at GGG har mottatt fairness opinion fra finansiell rådgiver. Dette fremgår også av selskapets børsmelding 12. oktober om tilbudet. Vi har i en telefonsamtale med Selmer i ettermiddag fått opplyst at de antar at denne "opinion" antagelig vil oppfylle kravet om uttalelse fra en uavhengig tredjepart i henhold til vphl § 16-6 (4).

Under forutsetning av at den nevnte "fairness opinion" gir en vurdering av tilbudsprisen i det frivillige tilbudet og Pareto ikke har vesentlige bindinger til transaksjonen eller partene i budet, f.eks. gjennom suksessrelatert avlønning, så vil den etter en samlet vurdering være en akseptabel modell i denne saken. De øvrige forholdene som omtales i § 16-6 (1) aksepterer børsen at styret uttaler seg om.

Dersom det etter dette skulle være uklarheter i forbindelse med ovennevnte så kan styret slik børsen ser det uansett avgis sin uttalelse i henhold til transaksjonsavtalen som planlagt, men det må i så fall inntas en presisering i tilbudsdokumentet om at Oslo Børs kan kreve en uttalelse fra en uavhengig tredjepart i henhold til vphl § 16-6 (4), for eksempel "Oslo Børs may require a statement from an independent third party". På denne måten vil ikke prosessen forsinkes.

### **7. MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER**

#### **7.1 NYE MEDLEMMER 2009**

Norne Securities AS

OPPSTARTSDATO  
13.02.2009

Nomura PLC	16.03.2009
Commerzbank AG	11.05.2009
Citadel Derivates Group	08.09.2009
Warren Bank AS	21.12.2009

## **7.2 MEDLEMMER SOM HAR AVNOTERT**

	AVNOTERT
Straumur Burdaras hf (suspendert)	09.03.2009
HQ Bankaktiebolag	01.04.2009
Dresdner Bank	10.05.2009
E*Trade Sverige AB	31.08.2009

## **7.3 MEDLEMSREGLER/HANDELSREGLER**

### **7.3.1 New Member and Trading Rules for Oslo Børs, Oslo Axess and Oslo ABM**

#### 1 Introduction

This document, which is an appendix to Oslo Børs Circular No. 2/2010, provides a presentation of Oslo Børs' new Member and Trading Rules (the Rulebook), prepared in connection with Oslo Børs' implementation of TradElect as trading system for equities and fixed interest securities.<sup>1</sup>

The draft Rulebook replaces in its entirety the Norex Member Rules (NMR), and shall come into force simultaneously with the launch of TradElect planned for 15 February 2010. The provisions regarding mandatory clearing of certain equity instruments will however enter into force from the moment an approved central counterparty commences clearing, planned for 30 April 2010.

The Rulebook applies equally to Oslo Børs and the regulated market Oslo Axess and comprises a complete set of rules on membership conditions and trading rules in relation to both trading in equities and fixed interest securities as further described below.

A separate Rulebook has been adopted for trading on the unregulated bond market Oslo ABM.<sup>2</sup> The content and structure of the Oslo ABM Rulebook is aligned with the Oslo Børs rulebook, and the issues set out in this document will apply correspondingly to Oslo ABM. However, in line with the present Oslo ABM trading rules, the new Rulebook contains certain additional provisions regarding inside information etc. since the relevant statutory rules are not applicable to trading on unregulated markets.

The Rulebook is in relation to layout and content based on the Rules of the London Stock Exchange, however the Exchange has sought to make the amendments required in order to accommodate the rules to Norwegian trading practices and legislation.

The Rulebook is prepared in an English version only.

In general, the Rulebook contains relevant legal provisions (the rights and obligations that the Exchange and the member firms are subject to) while descriptions of trading functionality available in TradElect can be found in supplementary documentation. Accordingly, 'Market Model – Oslo Børs Fixed Income' and 'Market Model - Oslo Børs Equities' will be attached as appendices to the Rulebook. These documents set out the more specific trading conditions and characteristics of the two respective markets. The

<sup>1</sup> Oslo Børs Member and Trading Rules.

<sup>2</sup> Oslo ABM Member and Trading Rules.

market model documents will continuously be updated in order to ensure that they fully and accurately describe the operation of tradable instruments in the various sectors and segments of the Exchange's markets. The latest updated version of the market model documents will at any given time be published on our website.

Further, the Rulebook is supplemented by the membership agreement between the member firm and Oslo Børs. When signing the membership agreement, the member firms undertake to comply with the Rulebook. The membership agreement will also set out the governing law and legal venue and identify the type of membership granted, see section 2.2. below.

Oslo Børs will also consider producing explanatory documents (tabulars etc) to the rules, e.g. related to trade reporting obligations and deferred publication.

Please note that the OTC publication service for securities not listed on Oslo Børs or Oslo Axess presented in our current trade reporting guidelines will not be available after the implementation of TradElect.

A draft version of the Rulebook was distributed to interested parties for consultation 30 September 2009 (and for Oslo ABM on 5 November 2009) (the Consultation). Oslo Børs received responses from the following parties (the Respondents):

- Bank of America Merrill Lynch
- DnB NOR Markets
- Norwegian Securities Dealers Association
- SEB Enskilda
- VPS ASA

Based inter alia on the comments received, Oslo Børs has made a number of amendments of minor and major importance in the final version of the Rulebook. In order to make the rules more user friendly, a detailed table of contents has been added, and the Core Rules chapter has been restructured. The number of several of the provisions has therefore been amended. The rule series 4000 has been reserved for possible new rules regarding Market Makers.

For an overview of the amendments made, please refer to the track-changes version of the Rulebook attached to Oslo Børs' Circular No 2/2010. Major amendments are highlighted in the more detailed presentation of the Rulebook provided below.

## 2 Core Rules

### 2.1 Member identification

Each individual employee of a member firm (exchange trader) must no longer participate in a mandatory trading seminar or be authorised by Oslo Børs. This is in line with the Rules of the London Stock Exchange. The Exchange will however arrange trading seminars on which employees of member firms may participate on a voluntary basis.

However, the requirement that the identity of each individual trader shall be disclosed will continue to be in place. Disclosure of the trader identification is as a main rule done technically (the transfer of user information from the front office systems of the member firm to the Exchange's trading system). If the member firm can not arrange for such technical disclosure of identification it is proposed that the Exchange shall have the power to demand that the member firm immediately discloses the identity of the employee who is responsible for the placing of an order or execution of a trade, cf. Rule 1112.

### 2.2 Membership Oslo Børs, Oslo Axess, Oslo ABM

It is introduced one common membership requirement for trading at Oslo Børs and Oslo Axess. Consequently, the granting of membership at Oslo Børs automatically entails membership at Oslo Axess. It does not seem to be a separate need for membership at Oslo Axess.

Investment firms and other regulated entities, as further defined in the rules, may apply for four types of membership; Equity membership, fixed interest membership, full membership covering trading in both equities and fixed interest securities or limited membership.

The current practice with separate membership for Oslo ABM will however be continued.

### 2.3 Resignation of membership

Resignation of membership by a member firm is regulated by Rule 1030-1031.

In the Consultation draft Rulebook, the Exchange was provided with a discretionary power to postpone the resignation of a member firm's membership. Some Respondents questioned the need for such powers. Based on the feedback received, the Exchange has replaced the draft rules with a provision setting out that former member firms may be sanctioned for rule breaches conducted before the membership was terminated, cf Rule 1026. In addition, a former member firm will be bound by the rules as set out in Rule 1025.

### 2.4 Voice recording and record of documentation

In the Consultation, the Exchange proposed an obligation for all member firms to use voice recording equipment with respect to trading activities and to store the recordings for at least three years. The obligation is in compliance with Norwegian legislation, but caused concern among foreign member firms. Based on the responses received, the rules have been amended so that member firms will only be required to comply with voice recording obligations imposed in their country of registration, cf. Rule 1090.

The Rulebook expressly imposes a duty on the member firms to retain records of all Exchange trades entered into by the member firm which are subject to the rules, cf Rule 1070. The records shall be retained for a period of five years, cf. Section 9-11 seventh subsection of the Securities Trading Act and Article 25 (2) of MiFID.

### 2.5 Information requirements and the duty of confidentiality

Some of the Respondents pointed out that Oslo Børs' power to request information from member firms set out in the draft Rule 1210 was too extensive. For the sake of good order, Oslo Børs has clarified that the rules only grant Oslo Børs with equivalent powers as founded in law, cf. Section 26 seventh subsection of the Exchange Act, cf. Rule 1110 in the final version of the Rulebook. The Exchange's powers to interview individual employees of member firms caused concern among several Respondents and have been deleted.

We further emphasise that Oslo Børs' right to disclose information received from member firms applies only to the extent such disclosure will not imply a breach of Oslo Børs statutory duty of confidentiality, cf. Section 14 of the Exchange Act and Rule 1114.

New rules setting out a duty of confidentiality for the Exchange and the member firms have been added, cf. Rule 1105 and 1106. The rules are based on the corresponding rules in NMR together with the relevant provisions of the Exchange Act and the Securities Trading Act respectively.

## 2.6 Payment to Oslo Børs

The member firm's payment obligations to the Exchange are set out in rule 1200. For the sake of good order it is emphasised that the provision in rule 1300.3 ("other sums notified by the Exchange") is assumed only to cover claims for payments which the Exchange may demand in accordance with the rules, such as for example violation charges (overtredelsesgebyr) and daily fines (løpende mulkt).

Rule 1202 provides the Exchange with a power to require a direct debit mandate from member firms. The provision is in line with the Rules of the London Stock Exchange but caused concern among Respondents. The Exchange will only consider using the power in cases where this is necessary in order to obtain timely payment.

## 2.7 Suspension

The rules on suspension are set out in Rule 1500 to 1501. The rules are assumed to be in line with Section 25 of the Exchange Act.

In the consultation draft, Oslo Børs proposed to introduce a prohibition against on Exchange trading in suspended instruments. The Respondents were expressly invited to provide their comments at this point. Several respondents have objected to this proposal, stating that such rule may place member firms in a difficult position between its obligations under the Rulebook on the one hand and the principle of best execution for customers on the other. This applies particularly when suspended instruments are traded on other trading venues. On this background, the respondents argued that the present regime, where suspended instruments are only prohibited from trading on the order book should be continued. After thorough review, Oslo Børs has determined to amend the final version of the rules in accordance with the views brought forward by the Respondents. It is however emphasised that under the new rules, on Exchange trades outside the order book in suspended instruments must be reported to the Exchange within the standard trade report deadlines, cf. Rule 3020.

## 2.8 Reg S traded securities

Some parts of the draft rules are not presently relevant for the members of Oslo Børs, but could be so in the relatively near future and are therefore proposed included in the rules already at this stage. This mainly applies to special regulations of Reg S traded securities.

## 2.9 Market data and Intellectual Property Rights etc.

Compared to the consultation draft, Oslo Børs has included new rules regarding market data and intellectual property rights, cf. the rules beginning with 1700. The new rules have been prepared in accordance with the corresponding provisions in the NMR.

Oslo Børs has also added certain provisions regarding technical requirements, cf. Rule 1400-1402. These rules are also based on the equivalent rules in NMR.

## 2.10 Liability Clause

Rule 1800 sets out the liability clause applicable to the Exchange and the member firms. The liability clause is based on the liability clause contained in NMR, with only some minor editorial amendments and amendments to cover central counterparty clearing.

Some Respondents argued that the Exchange's liability should be clarified. Oslo Børs has determined not to make material amendments in the existing liability clause now but will consider the need for clarifications at a later stage.

## 2.11 Amendments in the rules

In accordance with the consultation draft, the rules contain simplified amendment procedures compared to those applicable under NMR, cf. Rule 1900. The procedures correspond to the procedures set out in our issuer rules (Continuing Obligations etc.).

Some respondents pointed out that only amendments in statutory legislation or court judgements should entitle the Exchange to change the rules with immediate effect. It can however not be ruled out that immediate amendments may be required also in other cases, inter alia in cases where the rules contain provisions that are obviously incorrect.

### 3 Order Book Trading Rules

The order book trading rules mainly reflect the trading functionality available in TradElect. Please refer to the market model documents for further description.

Based on feedback from the Respondents, the Exchange has made certain simplifications with regard to the order routing and member authorised connection guidelines.

### 4 Off Order Book Trading Rules: Transaction Reporting obligations

#### 4.1 On Exchange trading and OTC trading

Several respondents pointed out that the draft rules were unclear as to whether or not OTC trading in instruments admitted to trading on Oslo Børs and Oslo Axess were subject to mandatory trade reporting to the Exchange. Oslo Børs has clarified the rules at this point, cf. Rule 3000. The basic principles are described as follows:

Trading outside the order book in equities admitted to trading may be conducted on Exchange or OTC. If the parties agree that the trade should be on Exchange, they are required to report the trade as a manual trade in accordance with the Off Order Book Trading Rules. Such on Exchange trades are regulated by these rules. OTC trades, however, are not subject to these rules. The parties may nevertheless report an OTC trade to Oslo Børs as a manual trade.

Trading outside the order book in fixed interest securities admitted to trading is always to be considered as on Exchange and accordingly subject to the trade reporting requirements and other provisions of these rules.

For further details regarding the trade reporting obligations, please refer to the market model documents.

### 5 Settlement and Clearing Rules

#### 5.1 Settlement Rules

The exchange settlement rules are set out in Rule 5000-5231. The rules are of a general nature, and refer to the more specific provisions in the rules of the relevant central securities depository (CSD). As set out in Rule 1020.1 of the Core Rules, all member firms must have a current and valid membership in a CSD where the instruments traded are settled or an agreement with a settlement agent with such membership providing for settlement of the member firm's on Exchange trades.

#### 5.2 Clearing through a Central Counterparty

##### 5.2.1 Introduction

As previously announced, Oslo Børs will introduce mandatory central counterparty clearing for all trades dealt in shares, equity certificates and exchange traded funds



(ETFs) on Oslo Børs, and for all trades in shares on Oslo Axess, provided the trades are effected automatically on the Exchange's order book.

The financial instruments which at any given time are subject to mandatory clearing are in the Rulebook referred to as "central counterparty securities".

When trades are cleared through a central counterparty, counterparty risk is eliminated. The introduction of central counterparty clearing is therefore considered to be beneficial for our members, their customers and the Norwegian capital market in general. The introduction of a central counterparty will also simplify the settlement procedure and make it more cost-efficient for our members.

As previously announced, Oslo Børs has appointed Oslo Clearing ASA (Oslo Clearing) as central counterparty for trading in central counterparty securities and Oslo Børs' Settlement and Clearing rules have been drafted in coordination with Oslo Clearing. We assume however that other European central counterparties may wish to offer their services in the Norwegian market shortly and our aim has therefore been to prepare rules which also may cover solutions set up by other central counterparties approved by Oslo Børs. We emphasise that it may be necessary to make certain adjustments in the clearing rules in connection with the approval of one or more alternative CCPs.

Oslo Børs will in relation to Oslo Clearing and other central counterparties act in accordance with the principles set out in the European Code of Conduct for Clearing and Settlement dated 7 November 2006 including the Access and Interoperability Guidelines dated 28 June 2007.

#### 5.2.2 Requirement for member firms to establish clearing arrangements

All full member firms and equity member firms<sup>3</sup> of the Exchange are obliged to have a valid clearing arrangement in place with a central counterparty appointed by the Exchange, either as a clearing member<sup>4</sup> or as a Non Clearing Member for which a General Clearing Member has submitted a clearing declaration to a central counterparty. The same applies to limited member firms authorised to trade in central counterparty securities.

#### 5.2.3 General Clearing Members without membership at Oslo Børs

According to Rule 1005, entities which have been accepted as General Clearing Members by an appointed central counterparty, may clear trades for member firms without being a member firm of the Exchange, provided that such General Clearing Member has given the Exchange a declaration stating that it shall be bound by the applicable Settlement and Clearing Rules. Accordingly, such General Clearing Members shall not be required to have a membership with Oslo Børs, pay any fees to Oslo Børs or be bound by any other rules of the Rulebook.

#### 5.2.4 From matched trade to cleared transaction

Oslo Børs will distribute information regarding all trades in central counterparty securities automatically matched in the order book to Oslo Clearing or other appointed central counterparties in which the member firms involved in the trade have their clearing arrangements.

---

<sup>3</sup> The obligation to have a valid clearing arrangement in place does not apply to a fixed interest member firm.

<sup>4</sup> Either as General Clearing Member which can clear their own principal and agency trades and Non Clearing Members' trades or as Direct Clearing Members which can clear their own principal and agency trades.

Oslo Clearing is under a duty to act as a central counterparty in all trades received from the Exchange, provided that both parties to the trade have a valid clearing arrangement, the trade is in central counterparty securities and the trade includes sufficient information to be registered in the clearing system such as price, ISIN and parties to the trade. Other central counterparties will assume an equivalent obligation to clear towards the member firms.

In the unlikely event that the trade is rejected by the central counterparty for clearing because sufficient information is missing and it is not possible to correct within the time limits set by the central counterparty, the trade will be bilateral between the buyer and the seller on the order book.

## 5.2.5 Termination of clearing arrangements

### 5.2.5.1 Termination by the member firm

All clearing members clearing central counterparty securities traded on the Exchange and all Non Clearing Members are under a duty to notify the Exchange prior to terminating its clearing arrangement. A valid clearing arrangement is a condition precedent for being a full member firm and an equity member firm at the Exchange.<sup>5</sup> Accordingly, in such situations the Exchange will immediately inform the relevant central counterparty about the termination of the clearing arrangement, in order to ensure that the member firms affected are suspended from trading and clearing from the moment the member firms no longer have a valid clearing arrangement in place.

### 5.2.5.2 The central counterparty's suspension of clearing members

An important question is what happens if a member firm's clearing arrangement is terminated or suspended, as a consequence of breach from the member firm or as a consequence of breach or termination/suspension from its General Clearing Member.

In operational procedures laid down pursuant to the clearing agreement between Oslo Børs and the central counterparty, the central counterparty will be obliged to immediately notify Oslo Børs in such situations.

Oslo Børs will upon such notice from a central counterparty immediately suspend the affected member firms from on Exchange order book trading, i.e. suspend the defaulting member firm and if relevant all member firms clearing through a suspended General Clearing Member.

If Oslo Børs receives notification of default from a central counterparty outside the trading day, the required suspensions will be effected before trading commences the following trading day.

Oslo Børs will also, when a member firm is suspended, inform the market of the Exchange's decision to suspend.

Further, the rules provide that member firms are obliged, from the moment they do not have a valid clearing arrangement in place, not to submit new orders or execute trades in the trading system.

Should for any reason, for example due to technical errors, orders be placed or executed by a member firm suspended from clearing, the Exchange will ensure that such orders will be removed and/or trades will be cancelled,

---

<sup>5</sup> cf. Rule 1020.6 in the Rulebook. The same applies to limited member firms authorised to trade in central counterparty securities.

If Oslo Børs finds that the above measures are not sufficient in a particular default situation in order to maintain the effective functioning of the market, Oslo Børs has the power to switch to automatic execution with bilateral trading or alternatively suspend automatic execution completely until the required suspensions have been effected and other required actions have been taken. The Exchange has the same power in the unfortunate situation where a central counterparty ceases registering central counterparty trades, cf. Rules 5230 - 5231. These rules are accompanied by detailed guidelines on how Oslo Børs will handle the situation where the central counterparty ceases registration of trades.

## 6 Compliance

The compliance procedures have been drafted in accordance with the corresponding provisions of our current rules and relevant provisions of the Exchange Act and the Exchange Regulations.

## 8. BØRSENS TAUSHETSPLIKT – INNSYN

### 8.1.1 Fast Search and Transfer ASA – spørsmål om innsyn (Børsklagenemndens avgjørelse i sak 2/2009)

Avgjørelse av 26. februar 2009 om opphevelse av Børsklagenemndens vedtak av 4. juli 2008.

#### 1 Sakens bakgrunn

Saken gjelder spørsmål om det skal gis innsyn i vedleggene til børsstyrevedtak av 23. april 2008 etter uttalelse fra Sivilombudsmannen av 11. februar 2009.

Oslo Børs v/børsstyret fattet 23. april 2008 vedtak om å ilegge Fast Search and Transfer ASA overtredelsesgebyr. Dagens Næringsliv v/Trond Sundnes ba Oslo Børs om innsyn i en rekke av vedleggene til nevnte børsstyrevedtak. Oslo Børs avslo anmodningen om innsyn i flere av vedleggene. Avslaget var begrunnet i at de aktuelle dokumentene inneholdt opplysninger om "forretningsmessige forhold", som er underlagt taushetsplikt i medhold av børsloven § 14. Avslaget ble påklaget til Børsklagenemnden. I vedtak 4. juli 2008 stadfestet Børsklagenemnden børsens vedtak om hvilke vedlegg det skulle gis innsyn i, med den endring at børsen gjennomgår vedlegg 8 på nytt, og gir opplysninger om overskrift og underskrifter på vedlegg 10. Det vises til Børsklagenemndens vedtak av 4. juli 2008 i sak nr. 2/2008 for en nærmere redegjørelse for saken. Vedtaket er publisert på [www.oslobors.no/ob/vedtak](http://www.oslobors.no/ob/vedtak).

Dagens Næringsliv v/Trond Sundnes påklaget ved brev av 5. juli 2008 Børsklagenemndens vedtak om å nekte innsyn i de aktuelle dokumentene til Sivilombudsmannen. Sivilombudsmannen har i uttalelse av 11. februar 2009 bedt Børsklagenemnden om å gjennomgå saken på nytt i lys av hans merknader, og vurdere om det er grunn til å gi Dagens Næringsliv ytterligere innsyn. Sivilombudsmannen mener det er begrunnet tvil om Børsklagenemnden har hatt riktig rettslig utgangspunkt for den vurdering som er foretatt. Børsklagenemndens vurdering har i følge Sivilombudsmannen heller ikke vært tilstrekkelig konkret. Det vises til Sivilombudsmannens uttalelse av 11. februar 2009 for en nærmere redegjørelse for Sivilombudsmannens vurderinger.

Børsklagenemnden har behandlet saken i telefonmøte 26. februar 2009. Ved behandlingen og møtet deltok Bjørg Ven (leder), John Giverholt, Hugo Matre og Bernt Zakariassen.

#### 2 Børsklagenemndens vurdering

Sivilombudsmannen har, som det fremgår ovenfor, bedt Børsklagenemnden gjennomgå saken på nytt og vurdere om det er grunn til å gi Dagens Næringsliv ytterligere innsyn i vedleggene til børsstyrevedtak av 23. april 2008. Fordi Sivilombudsmannens uttalelse indikerer en annen forståelse av regelverket, finner Børsklagenemnden som klageorgan der riktig å sende saken tilbake til Oslo Børs for ny behandling. Børsklagenemnden vil derfor oppheve sitt vedtak av 4. juli 2008 i sak nr. 2/2008. Saken sendes tilbake til Oslo Børs, som bes om å foreta en ny vurdering av spørsmålet om innsyn i lys av Sivilombudsmannens uttalelse.

Vedtak:

Børsklagenemndens vedtak av 4. juli 2008 i sak 2/2008 oppheves. Saken sendes tilbake til Oslo Børs for ny behandling.

### **8.1.2 Begjæring om innsyn i overtredelsessak vedr DNO International fra Dagens Næringsliv – klage (brev av 16.09.2009)**

#### 1 Innsynsbegjæringen

Saken gjelder spørsmål om rekkevidden av børsens taushetsplikt etter børsloven § 14 og derved om opplysninger skal være unntatt offentlig innsyn etter offentleglova § 13.

Oslo Børs traff 17. juni 2009 vedtak om å ilegge det børsnoterte selskapet DNO International ASA (DNO) overtredelsesgebyr for brudd på børsloven og børsforskriften. I tråd med vanlig praksis gjorde børsen vedtaket med begrunnelse tilgjengelig på internett med unntak av opplysninger som etter børsens foreløpige vurdering ble ansett som taushetsbelagt. Dokumentet var således sladdet.

Dagens Næringsliv klaget i brev 28. august 2009 over sladdingen. Børsen anså brevet som en innsynsbegjæring som ble besvart i brev 2. september 2009. Med noen små unntak mente børsen at de sladdede opplysningene var unntatt offentlighet fordi det var taushetsbelagt etter børsloven § 14 og avslo således innsynsbegjæringen. Grunnlaget for taushetsplikten var at opplysningene var utlevert fra et verdipapirforetak hvor opplysningene var taushetsbelagte etter lov, etter pålegg fra børsen i medhold av børsloven § 26 (7). Etter bestemmelsen skal børsmedlem uten hinder av taushetsplikt gi børsen opplysninger som er nødvendige for at børsen skal kunne oppfylle sine plikter etter lovgivningen. Dagens Næringsliv påklaget avslaget i brev 4. september.

De opplysningene saken gjelder er identiteten til kjøper eller formidler av en post egne aksjer fra DNO, Kurdistans selvstyremyndigheter og ministeren for naturressurser. Dessuten ble opplysninger som gjør at man kan forstå dette av sammenhengen sladdet. Opplysningene er kjernen i overtredelsessaken; det er disse opplysningene børsen har vurdert som informasjonspliktige. Identiteten og omstendighetene rundt handelen er blitt kjent for børsen gjennom forespørsel til børsmedlemmet, verdipapirforetaket HSBC som er basert i London. Det synes ikke tvilsomt at disse opplysningene er taushetsbelagte hos HSBC, men at foretaket til tross for taushetsplikten hadde plikt til å gi opplysningene til børsen etter børsloven § 26 (7). Børsen la derfor til grunn at de som sådan var omfattet av taushetsplikten også hos børsen.

DNO har i brev 24. juni 2009 forut for offentliggjøringen av saksdokumentene anført at:

- EUs rapporteringsdirektiv og markedsmisbruksdirektiv ikke gir anledning til å offentliggjøre informasjon om transaksjonspart knyttet til eierandeler under 5%.
- Børsloven § 14 må tolkes i lys av EU-direktiver som tilsier at markedsmyndigheter har taushetsplikt om de angjeldende opplysningene.
- Sivilombudsmannens tolkning av børsens taushetsplikt i sak 2008/1570 gir anvisning på en for snever taushetsplikt.

Subsidiært gjøres gjeldende at offentlegloven § 20 får anvendelse. Bestemmelsen gir unntak fra innsyn av hensyn til Norges utenrikspolitiske interesser. DNO mener det vil kunne foreligge et folkerettslig grunnlag i forhold til Norge for de kurdistanse selvstyremyndighetenes eventuelle ønske om hemmelighold, og at dette er et selvstendig grunnlag for å unnta opplysningene fra offentlig innsyn.

DNO har også fått oversendt løpende korrespondansen med Dagens Næringsliv i forbindelse med innsynsbejring med oppfordring til å fremkomme med eventuelle bemerkninger. De har foreløpig valgt å avstå fra dette.

HSBC har på forespørsel fra børsen i eposter 2. og 8. september 2009 redegjort for hjemmelen for sin taushetsplikt, som synes å tilsvare norske verdipapirforetaks taushetsplikt etter verdipapirhandelloven § 10-9. HSBC viser imidlertid til at børsens taushetsplikt hviler på regler børsen er underlagt alene. Det henvises også til børsens medlemsregler (Norex member rules) pkt 3.7.8 hvor det heter at børsene kun kan offentliggjøre opplysninger til tredjeparter andre enn myndigheter som selv er underlagt lignende taushetsplikt.

Dagens Næringsliv viser i sin klage til Sivilombudsmannens uttalelse om børslovens taushetsplikt (sak 2008/1570), og mener børsen ikke har gjort en konkret vurdering av de enkelte opplysninger i forhold til taushetsplikten. Nærmere bestemt må børsen vurdere hvilke skadevirkninger offentliggjøring av opplysningene vil få for DNO International eller finansmarkedet som sådan. Det vises til at børsloven § 14 må bero på en avveining av hensyn bak offentlighetsprinsippet; at offentligheten kan føre tilsyn med hvordan børsen utøver offentlig myndighet, og andre beskyttelsesverdige interesser.

## 2 Nærmere om taushetsplikten

Børsloven § 14 første ledd lyder:

*"Tillitsvalgte, ansatte og revisor ved regulert marked plikter å hindre at noen får adgang eller kjennskap til det som de i sitt arbeid får vite om andres forretningsmessige eller personlige forhold med mindre annet følger av denne eller annen lov. Vedkommende må heller ikke gjøre bruk av slike opplysninger ved ervervsvirksomhet eller ved kjøp og salg av finansielle instrumenter. Bestemmelsene i forvaltningsloven §§ 13a til 13e får tilsvarende anvendelse."*

Bestemmelsen er en videreføring fra børsloven av 1988. Forarbeidene til denne viser til at taushetsplikten går lenger enn forvaltningslovens taushetsplikt idet forvaltningsloven når det gjelder forretningsmessige forhold kun viser til opplysninger om tekniske innretninger og fremgangsmåter, samt drifts- og forretningsmessige forhold det vil være av konkurransemessig betydning å hemmeligholde av hensyn til dem opplysningen angår. Børsloven viser til forretningsmessige forhold uten disse kvalifikasjonene.

Sivilombudsmannen uttaler i sak 2008/1570 at det bare er grunnlag for en så vid forståelse når hensynet til børsmarkedet tilsier det. Det heter videre:

*"Uansett kan børsklagenemnden neppe høres med at all informasjon knyttet til et børsnotert selskap er taushetsbelagt. Det må i alle tilfelle kunne påvises en eller annen berettiget interesse i hemmelighold for at en opplysning skal anses å være underlagt taushetsplikt. ... Selv der virksomheten fortsatt er notert på markedsplassen, må det altså være en viss fare for uheldige virkninger av offentliggjøring, enten for virksomheten eller markedsplassen, for at det skal være tale om taushetsplikt. Om man kaller dette et "skadekrav" eller ikke, er for så vidt en smakssak."*

Videre heter det:

*“En forutsetning for taushetsplikt i dette tilfelle er at det påvises nærliggende, konkrete og kontrollerbare forhold som tilsier at åpenhet – etter at den aktuelle transaksjonen er avsluttet og etter at Fast er tatt av børs – vil være skadelig for konkurranseforholdene, jf prinsippet i forvaltningsloven § 13 første ledd nr 2.”*

I den utstrekning lovgiver har lagt til grunn at taushetsplikten skal oppfylle EUs direktivbestemmelser, vil bestemmelsen søkes tolket slik at den er i samsvar med direktivene.

### 3 Børsens fornyede vurdering

Børsen har vurdert opplysningene i forhold til den nyansering Sivilombudsmannen gir uttrykk for. Vi kan ikke se at det er EU-direktiver som anført av DNO som tilsier en annen fortolkning.

De sladdede opplysningene gjør at allmennheten i praksis ikke får innsyn i hva den angjeldende sak gjelder fordi opplysningene nettopp gjelder kjernen i saken.

Vurderingen av om offentliggjøring av opplysningene vil ha en skadevirkning må vurderes i forhold til alle de involverte: DNO, Kurdistanske selvstyremyndighet, HSBC og børsen/børsmarkedet.

Et hensyn av generell betydning er om dette er en type opplysninger som normalt anses som fortrolige. Hovedregelen er at slike opplysninger om hvem som er aksjeeiere i norske allmennaksjeselskaper skal være tilgjengelig for enhver, jf allmennaksjeloven § 4-5. Et unntak gjelder utenlandske aksjonærer som kan være registrert gjennom forvalter hvor bare selskapet og myndigheter kan kreve innsyn. Åpningen for forvalterregistrering er i hovedsak begrunnet i praktiske hensyn, jf NOU 2005:13 og Aarbakke mfl Aksjeloven og allmennaksjeloven med kommentarer side 1060. Når selskapet får opplysninger fra forvalter etter begjæring i medhold av allmennaksjeloven § 4-10 (4) er disse opplysningene ikke omfattet av noen lovbestemt taushetsplikt. Flere selskaper publiserer således løpende oversikter over sine største aksjonærer som også omfatter forvalterregistrerte aksjer.

#### Hensynet til DNO:

DNO bestrider i utgangspunktet at de er kjent med hvem som er den egentlige kjøper av posten. Minister Ashti Hawrami kan være en agent eller annen form for mellommann til noen annen. Selskapet sier at de “fremholder [ ] med styrke at det vil kunne være svært negativt for DNO om informasjonen ble offentliggjort” (pkt 2.3.5 i brevet 24. juni), men konkretiserer ikke hvilke skadevirkninger det vil kunne ha.

Når børsen har ansett opplysningene som informasjonspliktig, er det fordi det måtte antas at KRGs interesse som aksjonær i DNOs aksjekurs utviklet seg positivt, var noe investorene ville tillegge vekt fordi KRG kunne ha innflytelse DNOs virksomhet gjennom sin påvirkning av offentlige tillatelser. Informasjonsplikten etter verdipapirhandelloven § 5-2 innskrenkes ikke av skadevirkninger eller avtalt taushetsplikt.

Dersom børsklagenemnden fastholder børsens vurdering av at opplysningene var informasjonspliktige, er det således ingen berettiget interesse som tilsier at opplysningene holdes hemmelig, jf unntaket i forvaltningsloven § 13a nr 3 som også er gitt anvendelse for børsen. Selskapet skulle da uansett offentliggjort opplysningene selv. Dersom børsklagenemnden ikke skulle mene at opplysningene var informasjonspliktige, gjelder imidlertid dette ikke. Men det er fortsatt vanskelig å konkretisere tilstrekkelig hvilke skadevirkninger offentliggjøring skulle ha for DNO.

#### Hensynet til de kurdistanske selvstyremyndigheter (KRG):

Som kunde i et internasjonalt meglerhus har KRG en forventning om at transaksjonen blir behandlet fortrolig. På den annen side må man som en vesentlig aksjonær i et norsk

børsnotert allmennaksjeselskap forvente at eierskapet kan bli kjent. Om KRG og/eller dr. Hawrami kun var agent eller mellommann i transaksjonen, kan det være grunner til at de ikke ønsket dette kjent. Men at det er skadevirkninger som kan anses som legitime grunner, er det vanskelig for børsen å konkretisere.

#### Hensynet til HSBC

HSBC plikter å behandle kundeopplysninger fortrolig. Opplysningene om transaksjonen var derfor taushetsbelagt hos HSBC. I våre første vurderinger av taushetsplikten har vi lagt til grunn at denne taushetsplikten i seg selv gjør at opplysningene vedblir som taushetsbelagte hos børsen. Om situasjonen der børsen får opplysninger som er taushetsbelagte sier Sivilombudsmannen i sak 2008/1570 side 8:

*"Heller ikke at opplysningene kan røpe et klientforhold, vil i seg selv være taushetsbelagt. For det første gjelder det ikke noe absolutt og generelt forbud for advokater eller rådgivere mot å røpe et klientforhold. For det andre er dette en taushetsplikt som eventuelt påligger advokaten eller rådgiveren. En slik taushetsplikt binder som utgangspunkt ikke forvaltningen. Hvorvidt opplysninger om klientforholdet er taushetsbelagt hos Oslo Børs beror derfor på en tolkning av børsloven § 14."*

Etter en fornyet vurdering mener vi likevel ikke at taushetsplikten hos verdipapirforetaket i seg selv fører til taushetsplikt hos børsen. HSBC synes i sin epost 2. september å være av tilsvarende oppfatning. For en megler vil fortrolighet kunne være en viktig del av tjenesten. Men noen direkte skadevirkning er det vanskelig å se. Det er heller ikke påpekt av HSBC.

Børsens medlemsregler pkt 3.7.8 er så vidt generelt formulert at det er naturlig å tolke det i samsvar med børslovens taushetsplikt.

#### Hensynet til børsen og børsmarkedet

Det er viktig for børsens kontrollvirksomhet å ha tilgang til kundeopplysninger hos børsmedlemmer. At børsmedlemmene har tillit til at opplysningene ikke brukes til annet enn formålet gjør børsmedlemmene mindre tilbakeholdne med å gi slike opplysninger. Dette er en viktig del av børsens kontrollfunksjon. Vi mener likevel ikke at dette er tilstrekkelig til å begrunne taushetsplikten.

#### 4 Oppsummering

Opplysningene i saken anses etter vår vurdering likevel ikke som taushetsbelagte.

Selv om vi ikke har ansett det som avgjørende, ser vi det som naturlig å endelig avslutte innsynsbegjæringen når børsklagenemndens vedtak foreligger. Børsklagenemnden vil – i forhold til sin egen taushetsplikt – ha anledning til å synspunkter på børsens vurdering. Vurderingen kan også nyanseres om opplysningene likevel ikke skulle anses som informasjonspliktige.

Børsen er basert på dette innstilt på å etterkomme Dagens Næringslivs begjæring om innsyn i hele børsens vedtak av 17. juni 2009 med begrunnelse så snart børsklagenemndens vedtak foreligger.