



# **VEDTAK OG UTTALELSER 2002**

**Børsrettsdagene  
27. og 28. januar 2003**

**Sjefjurist Atle Degré**

# Innholdsfortegnelse

<b>1.</b>	<b>INNLEDNING</b> .....	<b>4</b>
1.1	GENÆRELT .....	4
1.2	OVERSIKT OVER BØRSSIRKULÆRER .....	4
<b>2.</b>	<b>EMISJONSKONTROLL OG PROSPEKTPLIKT</b> .....	<b>4</b>
2.1	OVERSIKT OVER KONTROLLERTE PROSPEKTER OG TILBUDDSDOKUMENTER I 2002 .....	4
2.2	PROSPEKTPLIKT .....	6
2.2.1	<i>Svar på anmodning om fritak fra prospektplikt etter børsforskriften kapittel 19a erverv av virksomhet (brev av 19.08.02)</i> .....	6
2.3	PROSPEKTERS INNHOLD OG FORM .....	9
2.3.1	<i>Styrets ansvarserklæring (epost av 26.08.02 til Brønnøysundregistrene)</i> .....	9
2.3.2	<i>Preliminary Offering Circular – Nektet godkjenning av prospekt (brev av 31.05.02)</i> .....	9
<b>3.</b>	<b>OPPTAK TIL BØRSNOTERING</b> .....	<b>10</b>
3.1	NYE SELSKAPER PÅ OSLO BØRS I 2002 .....	10
3.1.1	<i>Fortsatt notering av A ASA etter fisjon fra B ASA (brev til tilrettelegger av 26.03.02)</i> .....	10
<b>4.</b>	<b>STRYKNING/SUSPENSJON</b> .....	<b>12</b>
4.1	SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING I 2002 .....	12
4.2	SAKER – STRYKNING OG MIDLERTIDIG STRYKNING .....	13
4.2.1	<i>Jøtul ASA – søknad om strykning fra SMB-listen ved Oslo Børs (Protokollutskrift fra styremøte i Oslo Børs 21.08.02, sak 111/02)</i> .....	13
<b>5.</b>	<b>INFORMASJONSPLIKT – UTSTEDERFORPLIKTELSER</b> .....	<b>19</b>
5.1	OVERTREDELSESSAKER .....	19
5.1.1	<i>Fjord Seafood ASA informasjonsplikt - (Børsklagenemndens sak 1/2002 av 18.04.02)</i> .....	19
5.1.2	<i>Goodtech ASA - overtredelse av informasjonsplikten (børsstyresak 38/02 av 27.02.02)</i> .....	29
5.1.3	<i>Kværner ASA – brudd på informasjonsplikten - likviditetskrise (børsstyresak 58/02 av 20.03.02)</i> .....	35
5.1.4	<i>Petroleum Geo-Services ASA – Overtredelse av børsforskriften § 6-2 om tidspunkt for behandling av årsregnskap og delårsrapporter (børsstyresak 72/02 av 24.04.02)</i> .....	51
5.1.5	<i>Ocean Rig ASA – Overtredelse av børsforskriften § 5-2 vedrørende informasjonspliktens innhold (protokollutskrift fra børsstyremøte 21.08.02, sak 110/02)</i> .....	57
5.1.6	<i>Intellinet ASA – Konkurs - Mulige overtredelser av selskapets informasjonsplikt etter børsloven og børsforskriften (brev til Kredittilsynet av 29.08.02)</i> .....	69
5.2	UTTALELSER OM INFORMASJONSPLIKT .....	69
5.2.1	<i>STB – Informasjon om total return swap (brev av 15.10.02)</i> .....	69
5.2.2	<i>Kontantstrømoppstilling i delårsrapporteringen for finansieringsinstitusjoner notert på Oslo Børs (brev av 28.11.02)</i> .....	70
5.2.3	<i>GNO – Regnskapsmessig behandling av utgifter ved annenhåndssalget (brev av 15.10.02)</i> .....	71
5.2.4	<i>Svar på søknad om utsettelse av opplysningsplikten etter børsforskriften § 5-3 fjerde ledd (brev av 15.08.02)</i> .....	72
5.2.5	<i>EDB – Resultatvarsel etter bf § 5-3. Finansiell rapportering i forbindelse med 1. kvartal 2002 (brev av 28.08.02)</i> .....	74
5.2.6	<i>Kommunikasjon mellom Statoil og staten som største aksjonær (brev av 09.08.02)</i> .....	75
5.2.7	<i>IGE – informasjon om ex-dato (brev av 02.09.02)</i> .....	75

5.3	OPTICOM ASA – LØPENDE DAGLIG MULKT VED MANGLENDE OPPFYLLELSE AV INFORMASJONSPLIKTEN.....	76
<b>6.</b>	<b>TILBUDSPLIKT/FRIVILLIG TILBUD .....</b>	<b>81</b>
6.1	TILBUDSPLIKT.....	81
6.1.1	<i>Verdipapirhandelloven § 4-1 siste ledd – fritak for tilbudsplikt.....</i>	<i>81</i>
6.1.2	<i>Pan Fish ASA - Uttalelse om verdipapirhandelloven § 4-3 (brev av 09.12.02).....</i>	<i>82</i>
6.1.3	<i>CHS – Spørsmål om tilbudsplikt ifm kjøp av opsjoner som er "in-the-money" (brev av 30.12.02).....</i>	<i>85</i>
6.1.4	<i>Cermaq ASA/Fjord Seafood ASA – Bortfall av tilbudsplikt ved utvanning (brev av 15.04.02).....</i>	<i>86</i>
6.1.5	<i>Bortfall av tilbudsplikt ved utvanning (børsmelding av 06.12.2002).....</i>	<i>89</i>
6.1.6	<i>Siem Industries Inc – Tilbudsdokument i forbindelse med fremsettelse av vedtektfestet pliktig tilbud om erverv av samtlige aksjer i DSND Inc. (brev av 25.11.02).....</i>	<i>89</i>
6.1.7	<i>Choice Hotels Scandinavia ASA– Spørsmål om etterfølgende tilbudsplikt ved gjennomføring av emisjon (brev av 12.07.02).....</i>	<i>89</i>
6.2	TILBUDSPRIS – TILBUDSBETINGELSER.....	93
6.2.1	<i>DSDN Inc. - Pliklig tilbud, prinsipielt spørsmål om hvilke aksjer som skal omfattes av tilbudet (epost av 15.11.02).....</i>	<i>93</i>
6.2.2	<i>Rekkevidden av tilbudsplikten (epost av 04.12.02).....</i>	<i>94</i>
6.2.3	<i>Tilbudspris ved reorganisering (fra Siem Industries tilbudsdokument på DSND Inc av 15.11.02).....</i>	<i>95</i>
6.3	GARANTI.....	95
6.3.1	<i>Epost til tilrettelegger av november 2002.....</i>	<i>95</i>
6.4	KONSOLIDERING.....	95
6.4.1	<i>Børsklagenemndens sak 3/2002 av 18.12.02.....</i>	<i>95</i>
6.4.2	<i>Spørsmål om konsolidering av Nordstjernen Holding AS og Orkla ASA i relasjon til eierposisjon i Elkem og tilbudsplikten i verdipapirhandelloven.....</i>	<i>114</i>
6.4.3	<i>Elkem - Spørsmål om tilbudsplikt som følge av konsolidering av aksjonærer (brev til Orkla, Folketrygdfondet m.fl. av 08.11.02).....</i>	<i>132</i>
6.5	MÅLSELSKAPETS PLIKTER.....	138
6.5.1	<i>DSND Inc. – (Forbud mot bruk av styrefullmakt) Anvendelsesområdet for børsloven § 5-15 utenlandsk selskap (brev av 06.11.02).....</i>	<i>138</i>
<b>7.</b>	<b>MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER .....</b>	<b>142</b>
7.1.1	<i>Norex Member Rules erstatter børsens handelsregler fra 27. mai 2002 (brev til medlemmene).....</i>	<i>142</i>
7.1.2	<i>Innføring av sluttauksjon på Oslo Børs (pressemelding av 14.01.03).....</i>	<i>143</i>
7.1.3	<i>Meldeplikt for tidligere meldt "Covered Cash Settled European Call Warrants" (telefaks av 06.09.02).....</i>	<i>144</i>
7.1.4	<i>Verdipapirforetaks meldeplikt for OTC-derivater (se børssirkulære nr 1/2003, www.ose.no ).....</i>	<i>145</i>
7.1.5	<i>Sletting av omsetninger – Nye regler i Norex Member Rules (se børssirkulære nr 2/2002, www.ose.no ).....</i>	<i>145</i>
7.1.6	<i>Fearnley Fonds ASA (Børsklagenemndens sak 2/2002 av 18.09.02).....</i>	<i>145</i>
<b>8.</b>	<b>INNSIDE – MELDEPLIKT – FLAGGING .....</b>	<b>164</b>
8.1.1	<i>Meldeplikt, innsideregler, flaggeplikt og tilbudsplikt for finansielle derivater (se børssirkulære nr 1/2003, www.ose.no ).....</i>	<i>164</i>
8.1.2	<i>STB – Informasjon om total return swap (brev av 15.10.02).....</i>	<i>164</i>
8.1.3	<i>Ny flaggeterskel på 5 %, overgangsregel 5-10 % og unntak for verdipapirforetak.....</i>	<i>166</i>

# 1. INNLEDNING

## 1.1 GENERELT

Kompendiet består av utdrag fra de vedtak, brev og andre uttalelser som antas å ha interesse fordi de illustrerer fortolkninger eller praksis. Gjengivelsen her er i noen grad tilpasset offentliggjøring blant annet ved anonymisering og tilpasning av overskrifter. Gjengivelsen vil derfor kunne avvike noe fra den nøyaktige teksten, vedtak eller uttalelser. En del uttalelser er gitt pr. epost og har en mer uformell form. Vi har likevel tatt dem med når de kan ha interesse utover den aktuelle sak.

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

Børsklagenemndens vedtak, enkelte av børsstyrets vedtak og børs sirkulærer publiseres i børsens publikasjon: Oslo Børs – Vedtak & Sirkulærer. Denne er tilgjengelig som abonnementsserie, som samles i bokform ved årets slutt. Sirkulærene legges løpende ut på [www.ose.no](http://www.ose.no) hvor også den samlede årsutgaven av Vedtak og Sirkulærer finnes tilgjengelig. For sirkulærer er det i kompendiet kun inntatt en innholdsoversikt samt enkelt utdrag

[www.ose.no](http://www.ose.no) inneholder også norske og engelske versjoner av relevant regelverk.

## 1.2 OVERSIKT OVER BØRSSIRKULÆRER

- Nr. 06/2002** 19 des 2002 [Ny flaggeplikt ved 5%, og ny forskrift om unntak for verdipapirforetak](#)
- Nr. 05/2002** 9 Des 2002 [Corporate Governance](#)
- Nr. 04/2002** 29 nov 2002 [Nye priser gjeldende fra 1. januar 2003](#)
- Nr. 03/2002** 9 okt 2002 [Ny rutine vedrørende børs meldinger \(Nytt sirkulære til erstatning for sirkulære 08/2001 og 2/2002 \(O2\)\)](#)
- Nr. 02/2002** 13 Sep 2002 [Sletting av omsetninger - nye regler i Norex Member Rules](#)
- Nr. 01/2002** 16.01.2002 [Skjerpede regler om innsidehandel, informasjonsplikt og håndtering av innsideinformasjon](#)

# 2. EMISJONSKONTROLL OG PROSPEKTPLIKT

## 2.1 OVERSIKT OVER KONTROLLERTE PROSPEKTER OG TILBUKSDOKUMENTER I 2002

Selskap	Type øv.	Godkj.brev
Kværner ASA	Fortrinnsrettsemisjon	07.01.2002
Q-free ASA	Introduksjon og offentlig emisjon	7.2.2002
SE Labels ASA	Pliktig Tilbud fra Skanem Industrier ASA	08.01.2002
Braathens	Pliktig tilbud fra SAS	14.1.2002
TTS Technology ASA	Fortrinnsretts- og rettet emisjon	28.1.2002
Elkem ASA	Pliktig tilbud fra Alcoa	23.01.2002
Rica ASA	Fisjon	15.3.2002
Tsakos Energy	Børsnotering US, emisjon	6.3.2002

Goodtech ASA	Rettet emisjon og videresalg	15.3.2002
Kverneland ASA	To rettede emisjoner	14.3.2002
E-Line Group ASA	Rettet emisjon	22.4.2002
Intellinet ASA	Rettet emisjon	25.3.2002
Hexagon	Rettet emisjon og annenhåndssalg	11.4.2002
Cappit ASA	Fortrinnsrettsemisjon	25.3.2002
Norsk Vekst ASA	Fortrinnsrettsemisjon	15.4.2002
Ocean Rig ASA	Rettet emisjon	11.4.2002
Apptix ASA	Rettet emisjon	15.4.2002
Sinvest ASA	Rettet emisjon + rep. Øvelse	22.4.2002
Lerøy Seafood GroupASA	Introduksjon og emisjon	26.4.2002
CorrOcean ASA	Fortrinnsrettsemisjon	30.4.2002
International Gold Exp.	Rettet emisjon	22.5.2002
Tech Holding ASA	Fortrinnsrett og rettet emisjon	8.5.2002
HSD ASA	Emisjon	8.5.2002
Fjord Seafood ASA	Emisjoner og smsl. Cermaq	5.5.2002
Apptix ASA	Fortrinnsrettsemisjon	15.5.2002
Sandsvær Sparebank	Grunnfondsbevis	31.5.2002
Ocean Rig ASA	Rettet emisjon, rep.øvelse	31.5.2002
Birdstep	Introduksjon	11.6.2002
Kenor	Rettede og fortrinnsrettsemisjon	12.6.2002
ENWA Holding	Pliktig tilbud	25.6.2002
Acta Holding ASA	Emisjon, utstd av frittstående tegnetter	13.6.2002
Fjord Seafood ASA	Emisjon	5.7.2002
Choice	Emisjon	19.7.2002
DSND	Tilbud, emisjon, introduksjon	1.10.2002
Gjensidige Nor ASA	Introduksjon	11.10.2002
Sinvest ASA	Emisjon	2.9.2002
Loki ASA	Emisjon, videresalg	25.11.2002
Crystal Production (Brøvig)	Emisjon/konvertering av gjeld	30.9.2002
Telecomputing	Emisjon	24.9.2002
International Gold Exp.	Emisjon	9.10.2002
Kreditbanken	Emisjon	14.10.2002
Cappit ASA	Fusjon	22.10.2002
Eidsiva Rederi ASA	rettet emisjon	5.11.2002
Sensor	Fortrinnsrettsemisjon	26.11.2002
Hydralift	Frivillig tilbud fra National Oilwell	7.11.2002
DSND ASA	Pliktig tilbud fra DSND Inc	25.11.2002
Crystal Production (Brøvig)	Emisjon	15.11.2002
DSND Inc	tilbud fra Siem Industries (frivillig kontroll)	25.11.2002
DSND Inc	Rettet emisjon	12.12.2002
DSND Inc	Videresalg	12.12.2002
Loki ASA	pliktig tilbud fra First Olsen Tank.	10.12.2002
Hydralift	Pliktig tilbud fra National Oilwell	12.12.2003
Acta Holding ASA	Emisjon mot ansatte + konv. Obl/obl.	19.12.2002
Ocean Rig ASA	Rettet emisjon + rep. Øvelse	2.1.2003
Nordlandsbanken ASA	Frivillig tilbud fra DnB ASA	2.1.2003

## 2.2 PROSPEKTPLIKT

### 2.2.1 Svar på anmodning om fritak fra prospektplikt etter børsforskriften kapittel 19a erverv av virksomhet (brev av 19.08.02)

Det vises til møte avholdt på Oslo Børs 13. august 2002, samt etterfølgende korrespondanse hvor det anmodes om fritak for prospektplikten etter børsforskriften kapittel 19a.

#### 1. Begrunnelsen for anmodningen

Elkem ASA ("Elkem") har i hovedsak begrunnet anmodningen med følgende: Elkem er i ferd med å gjennomføre et pliktig tilbud på samtlige utestående aksjer i Sapa AB ("Sapa"). Budet ble presentert gjennom presse/børsmelding 1. august 2002, og det er videre utarbeidet et tilbudsdokument iht de svenske børsreglene. Dette er offentlig fra og med 13. august 2002 og er tilgjengelig både hos Elkems rådgiver Enskilda Securities, på Elkems kontor og på selskapets internett side. Tilbudsperioden løper fra 13. august 2002 til og med 2. september 2002, med mulighet for forlengelse til 9. september 2002. Det er overveiende sannsynlig at Elkem enten gjennom kjøp av aksjer i markedet eller gjennom aksepter av tilbudet vil passere en eierandel på 50%, og at Sapa deretter vil være et fullt konsolidert datterselskap av Elkem.

Når det gjelder størrelseskriteriene i børsforskriften § 19a-1 første ledd, viser Elkem til at Sapas omsetning i henholdsvis 1. og 2. kvartal 2002 var SEK 2821 mill og SEK 2937 mill, til sammen SEK 5759 mill. Omregnet til NOK etter gjennomsnittskursen i de to kvartalene tilsvarer dette en omsetning på ca NOK 2403 mill og NOK 2410 mill, for henholdsvis 1. og 2. kvartal. Til sammenligning hadde Elkem en konsernomsetning i 1. kvartal i henhold til offentliggjort kvartalsregnskap på NOK 2184 mill. Regnskapet for 2. kvartal 2002 er ikke avsluttet og vil bli offentliggjort 21. august 2002. Foreløpige tall indikerer at 2. kvartals omsetning vil bli noe lavere enn 1. kvartal.

Sapas årsresultat (resultat etter skatt og minoritet) var i 2001 SEK 467 mill som tilsvarer NOK 407 mill omregnet til gjennomsnittskurs for dette året. Til sammenligning var Elkems årsresultat for 2001 NOK 255 mill. Imidlertid omfattet Sapas årsresultat positive poster av engangskarakter på netto SEK 284 (NOK 247) etter skatt, mens Elkems 2001 resultat omfattet negative engangsposter på 428 MNOK etter skatt. Korrigert for engangsposter var med andre ord Elkems resultat betydelig høyere enn Sapas. For første kvartal 2002 rapporterte Sapa et resultat etter skatt på SEK 56 mill (NOK 48 mill), mens Elkems rapporterte resultat etter skatt var NOK 153 mill.

På basis av Elkems tilbudskurs, SEK 175 per aksje, har Sapa en markedsverdi av egenkapitalen på ca SEK 6,4 mrd. Omregnet til NOK til valutakurs per 12. august 2002 tilsvarer dette om lag NOK 5,2 mrd. Til sammenligning var Elkems børsverdi på basis av sluttkurs 12. august 2002 ca NOK 8,2 mrd.

Når det gjelder historiske tall påvirkes disse av at Sapa har gått gjennom relativt store strukturforandringer i løpet av 2000 og særlig 2001. Således ble i løpet av 2001 det ene forretningsområdet, Autoplastics, avhendet i sin helhet, mens ca halvparten (målt etter omsetning) av et annet forretningsområde, Heat Transfer and Foil, også avhendet. Sapas virksomhet fra og med 4. kvartal 2001 består av det tidligere forretningsområdet Profiles samt en andel av det tidligere forretningsområdet Heat Transfer. Fra og med 2001 rapporteres disse virksomhetene samlet som ett segment, under betegnelsen Aluminium Products.

Sapa rapporterte en konsernomsetning for 1999 og 2000 på henholdsvis SEK 12,2 mrd og SEK 15,4 mrd. Av dette utgjorde videreførte virksomheter, dvs området Aluminium Products, en omsetning på SEK 9272 mill i 1999 og SEK 11850 mill i 2000.

Omregnet til årlige gjennomsnittskurser tilsvarer dette en omsetning for 1999 på NOK 8753 mill, sammenlignet med Elkems årsmetning på NOK 9583 mill. Sapas omsetning

for 2000 for videreført virksomhet var omregnet til gjennomsnittskurs i 2000 NOK 11423 mill, sammenlignet med Elkems rapporterte 2000 omsetning på NOK 9703 mill.

Sapa har i sin rapportering ikke fordelt netto resultatet på virksomhetsområdene. Det rapporterte nettoresultatet for konsernet for 1999 var SEK 478 mill, som tilsvarer NOK 451 mill. Elkems nettoresultat samme år var NOK 794 mill.

For 2000 rapporterte Sapa et nettoresultat på SEK 770 mill. Av dette utgjorde engangsposter (bl.a. "SPP refund") SEK 302 mill, slik at nettoresultatet korrigert for engangsposter var SEK 467 mill, eller omregnet til NOK 449 mill. Elkems nettoresultat for 2000 var NOK 640 mill.

Sapas børsverdi ved utgangen av 1999 er oppgitt til vel SEK 6,5 mrd, som tilsvarer ca NOK 6,1 mrd. Elkems børsverdi på samme tidspunkt var NOK 9,1 mrd. Ved utgangen av 2000 var Sapas børsverdi SEK 5,1 mrd, som tilsvarer NOK 4,7 mrd. Elkems børsverdi var NOK 7,2 mrd.

Som ovennevnte viser vil størrelseskriteriene i børsforskriften § 19a-1 i utgangspunktet medføre prospektplikt ved at Sapas omsetning sammenlignet med Elkems omsetning for 1. og 2. kvartal 2002 var større enn Elkems omsetning, mens de to øvrige kriteriene ikke er tilfredsstillt.

Med henvisning til bl.a. den relative størrelsen av de to selskapers resultater og markedsverdi, understreker imidlertid Elkem at transaksjonen er et reelt oppkjøp hvor det ikke kan være tvil om at Elkem er det overtakende selskap. Det vises også til tidligere offentliggjorte meldinger om aksjekjøpene og tilbudssituasjonen, samt til at både når det gjelder Elkem, Sapa og selve oppkjøpstransaksjonen er det allerede offentliggjort fyldig dokumentasjon gjennom de to selskapers årsrapporter, delårsrapporter og annen tilgjengelig informasjon i skriftlig form og på hjemmesider m.v. Elkem vil under enhver omstendighet utarbeide en børs melding i henhold til børsforskriften § 5-3 som vil inneholde den vesentligste økonomiske informasjon knyttet til innholdet av og konsekvenser av selve oppkjøpet.

## 2. Rettslig utgangspunkt

Av børsforskriften § 19a-1 første ledd fremkommer:

*" Selskap hvis aksjer er børsnotert skal utarbeide prospekt etter dette kapittel ved erverv av virksomhet som er av en slik størrelse at enten driftsinntekter, årsresultat, eller markedsverdi er like stor eller større enn tilsvarende tall for selskapet før ervervet. Det samme gjelder ved erverv av eiendeler hvor vederlaget er like stort eller større enn den balanseførte verdien av selskapets samlede eiendeler før ervervet."*

Oslo Børs kan imidlertid frita for prospektplikten etter børsforskriften § 19a-1 annet ledd som lyder:

*"Børsen kan frita fra plikten til å utarbeide prospekt når opplysningene ikke anses å ha betydning for vurdering av selskapets aksjer."*

## 3. Oslo Børs vurdering

Reglene om prospektplikt i børsforskriften kap. 19a ble innatt i børsforskriften 22. januar 1999. Bakgrunn for tilføyelsen var det udekkede behovet for informasjon som hadde vist seg der børsnoterte foretak ervervet virksomhet som i henhold til visse kriterier var like store eller større enn det børsnoterte foretaket var før ervervet. Begrunnelsen var at slike erverv vil medføre en fundamental endring av selskapet, og at det derfor er et stort behov for informasjon.

Det bemerkes at børsforskriften § 19a-1 første ledd ikke krever at det skal være en markant forskjell på størrelsen på det overtakende selskap og den virksomhet som erverves, eller at samtlige kriterier som bestemmelsen setter kumulativt skal være oppfylt for at prospektplikt skal inntre. Det er med andre ord tilstrekkelig at enten driftsinntektene, årsresultatet eller markedsverdien til den ervervede virksomheten er "like stor eller større" enn i det overtakende selskap før ervervet for at selskapet må utarbeide prospekt. Som Elkem allerede har anført foreligger det i utgangspunktet prospektplikt for selskapet ved at Sapas driftsinntekter for 1. og 2. kvartal 2002 var større enn Elkems driftsinntekter.

Børsen kan imidlertid dispensere fra prospektplikten i medhold av børsforskriften § 19a-1 annet ledd. Avgjørende er om opplysningene "ikke anses å ha betydning for vurdering av selskapets aksjer". Det vises til Oslo Børs' Vedtak og Uttalelser 2001 s. 9 hvorfra følgende siteres:

*"Dersom transaksjonen etter en helhetsvurdering ikke fremstår som en "reversed takeover", men det overtakende selskap i stedet fremstår som klart størst på transaksjonstidspunktet, vil normalt markedets behov for informasjon bli ivaretatt gjennom det overtakende selskaps opplysningsplikt nedfelt i børsforskriften § 5-3."*

Basert på de opplysninger børsen har mottatt fra Elkem, er Sapa større enn Elkem dersom selskapenes driftsinntekter legges til grunn. Målt etter resultat er Elkem imidlertid betydelig større enn Sapa. Videre er Elkems markedsverdi oppgitt til å være ca. NOK 3 milliarder høyere enn Sapas markedsverdi.

Også hvis man legger historiske tall til grunn (1999-2001) fremstår Elkem som det største selskapet. Elkems årsresultat korrigert for engangsavsetninger er bedre enn Sapas tilsvarende korrigerte resultater. Elkems markedsverdi har også vært betydelig høyere i denne perioden. Driftsinntektene for Elkem var høyere enn Sapas driftsinntekter for 1999, mens situasjonen var motsatt i 2000.

Børsen bemerker at det normalt ikke er tilstrekkelig kun å se hen til selskapenes driftsinntekter, resultat og markedsverdi siste regnskapsår (eller tilsvarende) for å fastslå hvilke av virksomhetene som er størst. Man må vurdere i hvilken grad de forskjellige størrelseskriteriene til den ervervede virksomheten faktisk påvirker selskapets tall etter ervervet.

Etter en helhetsvurdering hvor alle oppgitte målkriterier er hensyntatt, er børsen kommet til at Elkem er større enn Sapa og således vil være det overtakende selskapet i tradisjonell forstand. Transaksjonen kan derfor ikke karakteriseres som en "reversed takeover". Børsen mener videre at den informasjon Elkem er pliktig til å gi etter børsforskriften § 5-3 i dette tilfellet tilstrekkelig opplyser om forhold av betydning for å kunne vurdere selskapets aksjer. Det bemerkes i denne sammenheng at begge selskapene er børsnoterte, og at markedet derfor er godt informert om selskapene og den pågående oppkjøpsprosessen.

#### 4. Konklusjon

Basert på ovennevnte innvilges Elkem dispensasjon fra prospektplikten i børsforskriften kap. 19a i forbindelse med det beskrevne ervervet av mer enn 50% av aksjene i Sapa. Det understrekes at selskapet likevel må gi informasjon i overensstemmelse med børsforskriften § 5-3, samt at prospektreglene i børsforskriften kap. 18 kommer til anvendelse dersom det foretas en kapitalforhøyelse i Elkem i forbindelse med transaksjonen.



## **2.3 PROSPEKTERS INNHOLD OG FORM**

### **2.3.1 Styrets ansvarserklæring (epost av 26.08.02 til Brønnøysundregistrene)**

Jeg viser til telefonsamtaler med spørsmål fra Brønnøysundregistrene om vår praksis og hjemmel til å la andre enn styret undertegne den ansvarserklæringen i prospektet som etter verdipapirhandelloven (vphl) § 5-10 annet ledd og børsforskriften (bf) § 14-2 og 20-4 skal undertegnes av styret.

For fullstendige prospekter er det intet unntak for dette. Samtlige styremedlemmer skal undertegne.

For utstedere av låneinstrumenter som har fått børsens samtykke til å utarbeide forenklet prospekt, kan erklæringen i dette forenklede prospektet underskrives av for eksempel adm. dir. forutsatt at vedkommende har en fullmakt som spesifikt angir dette (for eksempel har vi ikke godkjent generelle fullmakter som sier at adm.dir. kan undertegne alle nødvendige papirer i forbindelse med låneopptak når dette inngår i en generell finansieringsfullmakt).

Etter vphl gis slikt unntak for finansinstitusjoner, jf § 5-3 tredje ledd nr 1 og kommuner/fylkeskommuner, jf § 5-6 nr 4. For prospekter som bare gjelder børsnotering og ikke offentlig tilbud gis slikt unntak også for lån som på grunn av sine karakteristika utelukkende retter seg mot profesjonelle investorer, jf § 20-2 annet ledd, og for lån utstedt av selskap som har vært børsnotert i tre år eller mer, jf bf § 20-3 annet ledd. For alle disse gis altså et delvis unntak, og i praksis også en lemping av kravene til styreunderskrift. Som praksis har det vært åpnet for dette siden 1995, se sirk 5/95. Se også sirk 5/98 og 9/98 om praksis vedrørende forenklet prospekt.

### **2.3.2 Preliminary Offering Circular – Nektet godkjennelse av prospekt (brev av 31.05.02)**

Det vises til prospekt datert 21. mai 2002 vedrørende sammenslåingen mellom Cermaq og Fjord samt tilhørende kapitalforhøyelser.

Oslo Børs har kommet til at ovennevnte prospekt ikke kan godkjennes slik det foreligger. Årsaken til dette er at det på forsiden fremgår at prospektet er foreløpig samt at informasjonen ikke er fullstendig og den kan bli endret. Det er vår oppfatning at den røde teksten på forsiden av prospektet ikke kan bli stående ukorrigert dersom vi skal godkjenne dokumentet.

Bakgrunnen for vår konklusjon er at det etter regelverket for prospekter i Norge ikke kan benyttes foreløpige eller ufullstendige dokumenter som tegningsgrunnlag. Det at informasjon om tegningskurs og antall aksjer vil bli offentliggjort på et senere tidspunkt medfører ikke at prospektet er ufullstendig eller foreløpig. Det norske regelverket er heller ikke slik at et endelig prospekt først skal offentliggjøres etter at ovennevnte informasjon foreligger. Vi er derfor av den oppfatning at den røde teksten på forsiden av prospektet er et forsøk på anvendelse av et regelverk og en systematikk som ikke har sin bakgrunn i de norske lover og forskrifter på området.

For at vi skal kunne godkjenne prospektet må det utarbeides et tillegg til prospekt etter reglene i børsforskriften § 14-6. Dette tillegget må angi at det opprinnelige prospektet, sammen med tillegget, utgjør et fullstendig og endelig prospekt for de aktuelle transaksjoner og kapitalforhøyelser. Tillegget må inneholde en erklæring fra styret i Fjord Seafood ASA, jf børsforskriften § 14-2, og skal godkjennes av Oslo Børs. Offentliggjøringen av tillegg til prospekt følger de vanlige regler i børsforskriften § 14-5.

Siden tegningsperioden er startet er det av stor viktighet at tillegget til prospekt utarbeides og offentliggjøres umiddelbart. Dersom forholdet ikke rettes i tide minner vi om at Oslo Børs etter verdipapirhandelloven § 5-7 fjerde ledd kan nedlegge forbud mot

gjennomføringen av emisjonen, eller fatte avgjørelse om at tegning ikke er bindende, jf verdipapirhandeloven § 5-13 første ledd.

### 3. OPPTAK TIL BØRSNOTERING

#### 3.1 NYE SELSKAPER PÅ OSLO BØRS I 2002

Nye selskaper på Oslo Børs i 2002							Første noterte Mcap	Noterings dato
Selskap	Liste	Type	Vedtaksdato	Unntak gitt for	Vilkår			
Q-Free	S	primær	20.03.2002		Gjennomføring av planlagt emisjon Spredning	748	03.04.2002	
Lerøy Seafood Group ASA	H	primær	29.05.2002		Spredning dersom hovedliste	942	03.06.2002	
Birdstep ASA	S	primær	07.06.2002		Prospekt	347	12.06.2002	
Gjensidige NOR ASA	H	primær	19.06.2002	Bestått i tre år Tre års virksomhet	Gjennomføring av planlagt omdanning Prospekt	21 532	13.09.2002	
DSND Inc	H	primær	21.08.2002	Bestått i tre år Tre års virksomhet Positivt driftsresultat	Gjennomføring av planlagt restrukt. Valg av planlagt styre Spredning Prospekt Kursnoteringsavtale	827	17.10.2002	

#### 3.1.1 Fortsatt notering av A ASA etter fisjon fra B ASA (brev til tilrettelegger av 26.03.02)

Vi viser til e-post mottatt 13. mars 2002 i tilknytning til Oslo Børs' vurdering av fortsatt notering av A ASA etter fisjon fra B ASA. Tilrettelegger har i denne e-posten bedt om en generell avklaring av kravene til dokumentasjon i tilfeller der børsen skal vurdere fortsatt børsnotering ved fusjon og fisjon mv. Vår forståelse er at dette spesielt er ønsket i tilknytning til kravet om tilstrekkelig likvide midler til å kunne drive virksomheten videre i ca. 18 måneder, der Tilretteleggers oppfatning er at det ved vurderingen av A ASA er stillet krav om mer detaljert dokumentasjon fra Oslo Børs enn tidligere. Ettersom A nå etter at fortrinnsrettsemisjon på 2 mill USD er bekreftet garantert, etter omstendighetene anses egnet for notering på SMB listen, anses denne saken som avsluttet.

Oslo Børs' oppfatning er forøvrig at det ikke i forbindelse med ovennevnte sak, og heller ikke på generell basis, er foretatt noen innskjerping i praksis sammenlignet med det som tidligere har vært akseptert dokumentasjon for tilstrekkelige likvide midler. Som det blir vist til i mottatte e-post, følger det av børsforskriften § 2-7 og børs sirkulære nr. 5/01 at det må gjøres en vurdering av om vilkårene for opptak til børsnotering er tilstede dersom et selskap med børsnoterte aksjer fusjonerer, fisjonerer eller erverver, avhender eller avviker den vesentligste del av sin virksomhet. Det er presisert i nevnte børs sirkulære at *"i vurderingen av om børsnoteringen kan videreføres vil Oslo Børs i hovedsak legge til grunn de samme vurderinger som gjøres ved ordinære søknader om børsnotering"*, og *"det innebærer at det endrede, eller nye, selskapet må tilfredsstillende de alminnelige vilkår for opptak til børsnotering."*

I forbindelse med det konkrete vilkåret om tilstrekkelige likvide midler i selskapet som skal noteres, skal det gjøres en vurdering av om det er nok tilgjengelige likvide midler i form av bankinnskudd, verdipapirer eller lignende til å kunne drive videre i ca. 18 måneder innenfor det virksomhetsomfang det legges opp til. Hvert enkelt tilfelle, både ved opptak av nye selskaper og ved videreføring av notering etter fisjon eller fusjon mv, vil nødvendigvis bli gjenstand for en konkret vurdering. Oslo Børs vil i hvert enkelt tilfelle kunne kreve dokumentasjon i nødvendig utstrekning for å oppnå tilfredsstillende sikkerhet for at tilstrekkelige likvide midler foreligger.

Enkelte selskaper vil bli gjenstand for mindre omfattende vurderinger og krever begrenset dokumentasjon, basert på at virksomhetsomfanget som legges til grunn i

vurderingene allerede har eksistert over en lengre periode. Da kan man benytte foreliggende kontantstrømmer som grunnlag for framtidige vurderinger. Tilsvarende kan man i selskaper der det er inngått langsiktige kontrakter på en enkel måte sannsynliggjøre framtidige kontantstrømmer. Når det derimot skal foretas vurderinger basert på likviditetsbudsjetter som er utarbeidet med utgangspunkt i forventninger om framtidig inntjening uten at det foreligger inngåtte kontakter, er det nødvendig å ha utfyllende og detaljert informasjon om forutsetningene for forventningene for å kunne foreta en begrunnet oppfatning av om det foreligger tilstrekkelige likvide midler i selskapet med tilfredsstillende grad av sikkerhet.

## 4. STRYKNING/SUSPENSJON

### 4.1 SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING I 2002

Selskaper strøket fra Oslo Børs i 2002								
Selskap	Liste	Type	Vedtaksdato	Søknad	Organ	Siste noteringsdag	Årsak	Mcap MNOK
Scandinavia Online AB	H	sek	11.01.2002	nei	styret	15.01.2002	Oppkjøp og tvungen overføring (Eniro)	420
Alvern ASA	S	prim	23.01.2002	nei	styret	24.01.2002	Mulig konkursbehandling i Tyskland	3
SE Labels ASA	H	prim	14.01.2002	ja	adm	05.02.2002	Oppkjøp og tvungen overføring (Skanem Ind. AS)	337
Braathens ASA	H	prim	17.01.2002	ja	adm	11.02.2002	Oppkjøp og tvungen overføring (SAS AB)	850
Reitan Narvesen ASA	H	prim	30.01.2002	ja	adm	31.01.2002	Oppkjøp og tvungen overføring (Reitan Handel AS)	7 800
Evercom	S	prim	05.02.2002	ja	adm	06.02.2002	Åpning av konkurs	2
Unit 4 Agresso N.V	H	sek	15.02.2002	ja	adm	01.03.2002	Flytting av likviditet til Amsterdam. Lav andel i VPS	1 600
Aker Maritime ASA	H	prim	18.02.2002	ja	adm	18.02.2002	Oppkjøp og tvungen overføring (Aker RGI Holding ASA)	4 000
Atlantic Container Line AB	H	prim	20.02.2002	ja	adm	01.03.2002	Grimaldi eier 92%, synkende likviditet	1 200
Telecast ASA	S	prim	20.02.2002	ja	adm	21.02.2002	Åpning av konkurs	4
Moelven Industrier ASA	H	prim	16.05.2002	ja	adm	28.05.2002	Finnforest + 6 skogeierforeninger eier 99,5%. Aksjonær	1 300
Gjensidige NOR Sparebank	GF	prim	19.06.2002	ja	styret	12.09.2002	Omdanning til Gjensidige NOR ASA	13 800
Intellinet ASA	S	prim	16.07.2002	nei	adm	16.07.2002	Åpning av konkurs	16
Enwa ASA	S	prim	12.11.2002	ja	adm	22.11.2002	Intervest eiend. eier 82%, lite selskap og lav likviditet	30
DSND ASA	H	prim	03.12.2002	ja	adm	23.12.2003	Virksomhet overført til DSND Inc med nytt domisil	965

Totalt antall strøket i 2002 15  
Hvorav notert på nytt via et annet selskap 4 (Braathens, deler av Aker Maritime, Gjensidige NOR Sparebank, DSND ASA)  
Netto avgang 11

## **4.2 SAKER – STRYKNING OG MIDLERTIDIG STRYKNING**

### **4.2.1 Jøtul ASA – søknad om strykning fra SMB-listen ved Oslo Børs (Protokollutskrift fra styremøte i Oslo Børs 21.08.02, sak 111/02)**

#### 1. Innledning

Ekstraordinær generalforsamling 26. juni 2002 vedtok å søke aksjene i Jøtul ASA ("Jøtul") strøket fra notering på Oslo Børs. I brev datert 3. juli 2002 søkte advokat Christian Selmer i advokatfirmaet Selmer, på vegne av Jøtul, om strykning.

Jøtul har vært notert på SMB-listen ved Oslo Børs siden 1994. Selskapet er ikke notert på annen børs. Jøtul har drevet industrivirksomhet helt siden 1853, og har hovedkontor og all produksjon på Kråkerøy utenfor Fredrikstad. Selskapet er i følge søknaden Norges største produsent av ildsteder og landets eneste produsent av peisinnsetser. Det er opplyst at Jøtul er markedsleder i Norge med en dominerende markedsandel.

#### 2. Bakgrunn

Dagens majoritetsaksjonær Whitecliff ASA ("Whitecliff"), som eier ca 64,3 % av selskapets aksjer, fremmet den 23. november 2001 et pliktig tilbud til aksjonærene i Jøtul. Tilbudsprisen var på NOK 36,- per aksje. Whitecliff fremmet nok et tilbud til aksjonærene i Jøtul den 5. juni 2002 i form av et frivillig tilbud. Tilbudsprisen var da NOK 70,- per aksje. I henhold til tilbudsdokumentet var dette 29 % over gjennomsnittlig sluttkurs på Oslo Børs de siste 6 måneder forut for tilbudet, og 8 % over seneste sluttkurs. I tillegg til tilbudet av 5. juni 2002, har Whitecliff avgitt en erklæring av 17. juni 2002 til de øvrige aksjonærene i Jøtul. Erklæringen innebærer at Whitecliff er forpliktet i en 3 års periode til å innta som vilkår for en eventuell kjøper av Whitecliffs aksjer at kjøper skal fremme tilbud til selskapets øvrige aksjonærer etter verdipapirhandeloven kapittel 4 så langt det passer. Erklæringen gjelder kun for det tilfellet at aksjene i Jøtul blir strøket fra notering på Oslo Børs.

I tilbudsdokumentet av 5. juni 2002 varslet Whitecliff at de ville kreve at styret i Jøtul innkalte til ekstraordinær generalforsamling for å foreslå å stryke selskapets aksjer fra notering på Oslo Børs.

Nibe Industrier AB ("Nibe"), en svensk konkurrent av Jøtul, ervervet i januar 2002 10,9 % av aksjene i Jøtul. Den 12. juni økte Nibe sin eierandel til ca 21,7 %. Den 6. juni 2002 informerte Nibe om at de hadde til hensikt å fremme et konkurrerende, men betinget tilbud til Jøtuls aksjonærer på NOK 77,- per aksje pluss et betinget tilleggsvederlag på NOK 7,- per aksje. Betingelsen for tilbudet var at Nibe ble gitt adgang av Jøtul til å gjennomføre en juridisk og finansiell gjennomgang av selskapet. Whitecliff avsto tilbudet hvorpå Jøtul valgte å ikke gi Nibe innsyn i selskapet. Nibe trakk derfor sitt tilbud den 14. juni 2002. Nibe ønsker ikke at Jøtul skal strykes fra børs og har i den forbindelse i brev av 5. juli 2002 sendt Oslo Børs en argumentasjon for hvorfor aksjene ikke bør strykes.

Aksjonærene i Jøtul vedtok på en ekstraordinær generalforsamling den 26. juni 2002 med mer enn to tredjedels flertall å søke selskapets aksjer strøket fra notering på Oslo Børs. 90,64 % av den totale aksjekapitalen var representert. Av den representerte kapital stemte 70,5 % for å søke om strykning, mens 29,5 % stemte mot slik søknad. Av de 70,5 % som stemte for strykning representerte Whitecliff ca 66,7 %, mens øvrige aksjonærer representerte 3,8 %. Av de 29,5 % som stemte imot forslaget om strykning representerte Nibe 24 % mens øvrige aksjonærer representerte 5,5 %.

#### 3. Søknaden

Søknaden om strykning innledes med å henvise til at selskapets generalforsamling har vedtatt å søke strykning med to tredjedels flertall, og at kravet i børsloven og børsforskriften om generalforsamlingsvedtak med flertall som for vedtektsendringer dermed er oppfylt. Selskapet viser videre til at verken ordlyden i børsloven § 5-8 eller børsforskriften § 25-2 inneholder andre krav til strykning enn vedtak av generalforsamlingen med tilstrekkelig flertall. På bakgrunn av at ordlyden i nevnte bestemmelser ikke inneholder øvrige krav til strykning, må det etter selskapets oppfatning foreligge særlige forhold for å nekte strykning.

Som grunnlag for strykning av aksjene argumenterer selskapet for at disse ikke lenger er egnet for notering. Dette underbygges med å vise til manglende likviditet i aksjen og manglende allmenn interesse. Selskapets aksjer skal f.eks. heller ikke være gjenstand for analyser fra meglerhus. Det påpekes også at aksjonærstrukturen er konsentrert med to majoritetsiere som kontrollerer 86 % av selskapet. Videre henvises det til at selskapet har liten kapitalisert verdi (ca. 200 millioner NOK).

Selskapet underbygger sin påstand om at aksjene ikke lenger er egnet for notering ved å vise til at det i perioden fra 2. januar til 1. juli 2002 kun er omsatt aksjer i 53 av 121 dager. Totalt antall omsatte aksjer i denne perioden er 1 284 650. Dersom aksjekjøpene gjennomført av Whitecliff og Nibe trekkes fra, angir selskapet at det bare har vært omsatt 54 593 aksjer i perioden, dvs. et gjennomsnitt på 451 aksjer pr dag.

Når det gjelder minoritetsaksjonærene viser selskapet til at disse ved flere anledninger har hatt mulighet til å realisere sine aksjer, blant annet i forbindelse med det frivillige tilbudet fra Whitecliff hvor ønsket om strykning ble varslet. Det at aksjonærene er varslet fremheves også som et selvstendig moment. Siden tilbudet fra Whitecliff fortsatte å løpe etter vedtaket i generalforsamlingen har aksjonærene også hatt en mulighet til å realisere sine aksjer etter at det var klart at søknad om strykning faktisk ville bli fremmet overfor Oslo Børs. Gjennom erklæringen fra Whitecliff om å pålegge en eventuell senere kjøper av aksjeposten en plikt til å fremme et tilbud til de øvrige aksjonærene i tråd med reglene i verdipapirhandelloven kapittel 4, anser selskapet at det også er gitt en utvidet minoritetsbeskyttelse i opptil tre år fremover.

Selskapet påpeker også at allmennaksjeloven inneholder beskyttelse av minoritetsinteresser, blant annet ved kravet til kvalifisert flertall i selskapets generalforsamling for å fatte beslutninger av vesentlig betydning for selskapets fremtid.

#### 4. Aksjonærinnsigelser

Nibe har overfor Oslo Børs i brev av 5. juli 2002 redegjort for sitt syn på spørsmålet om strykning. Nibes konklusjon er at minoritetsaksjonærene har et sterkt behov for den beskyttelse en fortsatt børsnotering gir i form av informasjonsplikt og plikt til likebehandling av selskapets aksjonærer.

I sin redegjørelse anfører Nibe at det er for tidlig å stryke aksjene fra notering nå. Situasjonen som har oppstått er relativt ny (oppkjøpene fra Whitecliff og Nibe har skjedd de siste 6 månedene), og det er således for tidlig å si hva som blir utfallet av situasjonen i Jøtul. Videre mener Nibe at siden Whitecliff har sagt at de vil selge sine aksjer i selskapet så er det svært viktig for minoritetsaksjonærene at deres interesser blir ivaretatt. (På forespørsel fra Oslo Børs er påstanden om Whitecliffs salgsplaner dokumentert ved å vise til artikler og sitater i pressen.) Dette oppnås best gjennom en fortsatt børsnotering av selskapet. I denne sammenheng fremhever Nibe at Whitecliff kun eier 64 % av aksjene i Jøtul og at nesten 36 % av aksjene i selskapet vil være i fri flyt dersom Nibe skulle bestemme seg for å selge aksjene i selskapet.

Nibe mener også at selv om Whitecliff eller Nibe skulle kjøpe hele selskapet, eller at Whitecliff skulle selge sine aksjer til en tredjepart, så har Oslo Børs en viktig rolle i overtagelsesprosessen ved at børsen i slike tilfeller skal påse at prosessen går riktig for

seg. Nibe mener også at minoritetsaksjonærenes interesser ikke vil bli ivaretatt ved en strykning da de i praksis vil miste muligheten til å selge sine aksjer til andre enn Whitecliff. En slik strykning vil derfor etter all sannsynlighet gi en ilikvid aksje, hvilket igjen vil gi Whitecliff en mulighet til å kjøpe de resterende aksjene til en lavere pris enn selskapets verdier tilsier. Det at Jøtul ikke tillot due diligence gjennomgang medførte også at de øvrige minoritetsaksjonærene ikke fikk muligheten til å akseptere tilbudet fra Nibe.

Videre kommenterer Nibe at hele 29,5 % av de representerte aksjene på generalforsamlingen stemte imot forslaget. Nibe mener også at det er viktig at Jøtul på det nåværende tidspunkt er underlagt informasjonsplikt og andre forpliktelser i henhold til børsreglementet for å beskytte minoritetsaksjonærene.

## 5. Rettslig grunnlag

Rammen for børsens strykning av et selskap er børsloven § 5-8:

”Børs kan vedta at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det ikke lenger tilfredsstillende vilkårene for opptak eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det. Utsteder av børsnoterte omsettelige verdipapirer kan søke om at disse skal strykes fra børsnotering.

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

I børsforskriften § 25-2 er kriteriene for strykning presisert:

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

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

## 6. Børsens vurdering

### 6.1 Børsens skjønnsvurdering

Jøtul har anført at siden verken børsloven eller børsforskriften inneholder andre krav til strykning enn vedtak av generalforsamlingen med tilstrekkelig flertall, må det foreligge særlige forhold for å nekte strykning.

Det fremgår av børsloven § 5-8 og børsforskriften § 25-2 at utsteder kan søke om strykning men at det er tillagt børsen å bestemme om søknaden skal etterkommes. Børsen kan vedta strykning dersom vilkårene for børsnotering ikke lenger er tilstede. Ordet ”kan” innebærer at børsen ikke har noen plikt til å stryke et selskap som søker om det.

Dette gjenspeiles også i lovforarbeidene og børsens praksis. Fra forarbeidene til børsloven av 1988 vises det til Ot.prp. nr. 83 (1986-87) s. 70 hvor det uttales: ”Det kan for eksempel forekomme at et selskap selv ber om å bli strøket fra kursnotering. En slik anmodning bør imidlertid ikke medføre en automatisk strykning, og også i slike tilfelle må børsen foreta en selvstendig og konkret vurdering av spørsmålet.”

Det fremgår av Ot prp nr 73 (1999-2000) side 210 og kap 8.2.12 at den nye børsloven av 2000 ikke er ment å innebære noen endring av dette.

At børsstyret er tillagt en selvstendig skjønnsutøvelse er også fulgt opp i praksis. Kosmos A/S fikk etter vedtak 2. februar 1991 avslag på sin søknad om strykning. Etter et overtagelsestilbud eide to samarbeidende selskaper 84,8 % av aksjene. I tilbudet var det opplyst at forslag om strykning ville bli fremmet. Selskapet hadde ca 5.700 aksjonærer hvorav 495 aksjonærer eide minst en børspost. Samtlige tilstedeværende minoritetsaksjonærer, til sammen 12 % av stemmene stemte mot forslaget om å søke strykning. Avgjørelsen bygget på en interesseavveining av minoritetsaksjonærenes interesse i å beholde børsnoteringen og selskapets interesse – representert ved flertallet – om å søke aksjene strøket.

Kosmossaken ble ikke påklaget, og strykningssøknader vedtatt mot vesentlige minoritetsstemmer har siden ikke blitt fremmet. Som grunnlag for børsens holdning til strykning er Kosmossaken kjent blant annet gjennom premisser fra andre strykningssaker offentliggjort i Oslo Børs Vedtak og Uttalelser på de årlige børsrettsdagene, se f eks 2000 side 34 (Iby Eiendom ASA) og 2001 side 39 (Syd Varanger ASA).

Børsens praksis har også støtte i juridisk litteratur, se Per Christiansen, Lov og Rett 1989 s 157 Offentlig kursnotering av aksjer: Suspensjon og strykning, og Knut Bergo, Børsrett s 195 som referer til børsens praksis.

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

## 6.2 Tilfredsstillelse av vilkårene for notering

Dersom selskapet ikke oppfyller vilkårene for børsnotering tilsier hensynet til markedets integritet at dette er et vesentlig moment for å ta søknaden til følge. Det er imidlertid ikke full symmetri mellom kravene til opptak og strykning. Manglende oppfyllelse av opptakskravene vil således ikke automatisk føre til strykning. Eventuell manglende oppfyllelse av opptakskravene vil blant annet måtte vurderes opp mot de virkninger en strykning vil ha for selskapets aksjonærer. Det vil også gjelde i en situasjon hvor selskapet selv har søkt om strykning etter reglene i børsloven og børsforskriften, jf Kosmos-saken fra 1991, Per Christiansen, LoR 1989 s. 158 og Knut Bergo, Børs- og verdipapirrett 1998 s. 195.

Under punkt 3 ovenfor er selskapets tall for likviditeten i aksjen gjengitt. Oslo Børs vil påpeke at aksjen har vært omsatt i 67 av totalt 121 dager i første halvår, og ikke 53 som selskapet har oppgitt. Det er korrekt at likviditeten i selskapets aksje ikke er av de beste. På den annen side må det påpekes at det har vært handlet ikke ubetydelige volumer det siste halvåret, og at frekvensen på omsetningen har vært jevn. Omsetningen har selvfølgelig vært preget av de to store aksjonærenes tilbud og transaksjoner, og mye av volumet kan tilskrives disse. Totalt er det omsatt 1 284 649 aksjer i første halvår, noe som utgjør 43,8% av selskapets aksjer. Oslo Børs er av den oppfatning at likviditeten ikke er så lav at det alene medfører at vilkårene for notering ikke er tilstede. Den nåværende situasjonen i selskapet er også relativt ny, og det er for tidlig å si hvordan omsetningen og likviditeten vil utvikle seg fremover. I den forbindelse skal det også påpekes at det ikke er avklart om Whitecliff og Nibe vil sitte på alle sine aksjer i fremtiden. Nibe har i sitt brev til Oslo Børs angitt at Whitecliff offentlig skal ha uttalt at de ønsker å selge sine aksjer i Jøtul. På forespørsel fra Oslo Børs er dette dokumentert ved å vise til artikler og sitater i pressen.

Det må også tas hensyn til at selskapet fortsatt har ca. 450 aksjonærer og rundt 250 børsposteiere. Etter reglene for opptak til notering er dette tilstrekkelig for å noteres på



SMB-listen. Det vil si at det er tilstrekkelig for å oppfylle det kvantitative kravet til allmenn interesse og forventet regelmessig omsetning.

Når det gjelder den konsentrerte eierstrukturen er det også her slik at de normale opptakskrav er oppfylt. Etter definisjonen i børsforskriften er fortsatt mer enn 25% av selskapets aksjer eid av personer uten slik tilknytning som nevnt i børsforskriften § 2-3. At selskapet ikke følges av analytikere er heller ikke tilstrekkelig til å anse selskapet som uegnet for notering.

Selskapet anfører også at den lave kapitaliserte verdien tilsier manglende egnethet for notering. Den kapitaliserte verdien er ca. 200 millioner NOK. Oslo Børs vil påpeke at dette er langt over minstekravet for notering på SMB-listen (8 millioner NOK). Selv om 8 millioner er langt lavere enn det som normalt kan sies å være et naturlig minimum for et selskap som ønsker børsnotering, er 200 millioner i de fleste tilfeller tilstrekkelig for en SMB-notering. Det kan således ikke hevdes at selskapets kapitaliserte verdi er til hinder for videre notering.

Sammenholder man de ovennevnte momenter skapes det et bilde av et selskap som ikke har det beste grunnlag for børsnotering, men på den andre siden kan det heller ikke konkluderes med at selskapet ikke tilfredsstill vilkårene for notering. Dersom selskapet hadde søkt om notering i dag er det på ingen måte utelukket at det ville kunne vært tatt opp etter de normale prosedyrer for dette. Antagelig ville en slik vurdering riktignok måtte inneholde en analyse av selskapets og aksjonærenes fremtidsplaner og innsats for å sikre likviditet i aksjen. Det at den nåværende situasjonen naturlig nok medfører at fremtiden er noe usikker, og at innsatsen for å sikre en god likviditet i aksjen ikke er høyt prioritert, er imidlertid ikke tilstrekkelig til å stryke et allerede notert selskap. Oslo Børs mener derfor at det vanskelig kan konkluderes nå med at selskapet ikke tilfredsstill vilkårene for notering og av den grunn bør strykes.

### 6.3 Interesseavveining

Som nevnt skal børsens avgjørelse bygge på en interesseavveining mellom interessene for og mot strykning.

I Kosmossaken heter det bl a:

”Børsstyrets skjønnsmessige adgang til å ikke imøtekomme en søknad om strykning vil særlig ha betydning i de tilfelle hvor selskapets hovedaksjonær eier mer enn 2/3 av aksjene og representerer mer enn 2/3 av stemmene i selskapets generalforsamling. I slike tilfelle vil det være av betydning hvilken holdning selskapets øvrige aksjonærer har til spørsmålet om å beholde børsnoteringen. ”

Selskapet har som nevnt ca. 450 aksjonærer og ca. 250 børsposteiere. Dette er et ikke ubetydelig antall. Den nest største av disse, Nibe, har motsatt seg strykning. 90,64 % av den totale aksjekapitalen var representert på generalforsamlingen som skulle behandle spørsmålet om strykning. Av den representerte kapital stemte 70,5 % for å søke om strykning, og 29,5 % mot slik søknad. Av de 70,5 % som stemte for å søke om strykning hadde Whitecliff ca 66,7 %, mens øvrige aksjonærer som stemte for hadde 3,8 %. Av de 29,5 % som stemte imot forslaget om strykning hadde Nibe 24 % av de representerte stemmene, mens øvrige aksjonærer som stemte imot hadde 5,5 %. Hvis en utelukker Whitecliff og Nibe sin andel av stemmene, var fordelingen blant minoritetsaksjonærene at 59 % stemte i mot forslaget om strykning, mens 41 % stemte for.

Minoritetsaksjonærene var således splittet i synet om strykning av Jøtul-aksjen.

Oslo Børs er av den oppfatning at det vesentlige mindretallet som stemte mot strykning er av en slik betydning at hensynet til beskyttelse av disse må tillegges betydelig vekt.

Ved en strykning vil denne gruppen miste den sikkerhet som ligger i børsforskriftens regler om informasjonsplikt, rapportering og likebehandling. Videre vil verdipapirhandellovens beskyttelse i form av flaggeplikt, meldeplikt, innsidereglar og tilbudsplikt falle bort. Man vil også miste det organiserte handelsapparat og gjennomlysning av handelen som børsen representerer. Dels vil dette kunne repareres gjennom Norges Fondsmeglerforbunds OTC-listen, uten at det i søknaden er opplyst om selskapet vil inngå avtale om formidle informasjon til deres nettsted. Dette vil uansett ikke gi like god gjennomlysning av handel, og ikke den kontroll som ligger i børsens handelsregler og markedsovervåkning. Riktignok vil allmennaksjelovens regler gi minoritetsaksjonærene en viss beskyttelse også utenfor børs, men altså samlet sett langt svakere en det børsregelverket representerer. Virkningene av strykning vil altså kunne ha en direkte ulempe for minoritetsaksjonærene, men vil også kunne redusere likviditeten i aksjen. En del aksjonærer kan ha offentlige eller interne regler som forhindrer dem i å eie unoterte aksjer. Samlet sett vil dette kunne redusere omsetningsverdien av minoritetsaksjene.

På den andre siden medfører børsregelverket belastninger for selskapet i form av kostnader ved etterlevelse og oppfølging. Selskapet har også kostnader ved selve noteringen i form av kursnoteringsavgift til børsen, registreringsavgift til VPS og utgifter ved prospektarbeidelse mv ved kapitalforhøyelser ol. Dertil vil informasjonsplikten og gjennomlysningen av selskapet kunne ses som en ekstrabelastning for en majoritetsaksjonær med planer om vesentlige endringer. Minoritetsaksjonærenes tap må ses i forhold til belastningen på selskapet.

Når et selskap har besluttet å børsnotere seg, og har invitert allmennheten til å investere i aksjene, skal det imidlertid mye til for at kostnadene ved dette skal tillegges betydelig vekt som argument for en senere strykning. Oslo Børs er av den oppfatning at kostnadene i dette tilfellet ikke er store nok sett i forhold til det tap det vesentlige mindretallet vil lide ved en strykning.

Oslo Børs anser heller ikke at erklæringen fra Whitecliff om å pålegge en eventuell senere kjøper tilbudsplikt overfor øvrige aksjonærer er tilstrekkelig til å veie opp for den beskyttelse minoritetsaksjonærene taper ved strykningen. Blant annet vil børsens kontroll og godkjenning av pliktige tilbud falle bort ved en strykning. Således vil aksjonærene få en dårligere sikkerhet for at Whitecliff gjennom sin erklæring faktisk følger prinsippene i verdipapirhandelloven kapittel 4. Dessuten er som nevnt tilbudsplikten bare en del av aksjonærenes samlede beskyttelse.

Når det gjelder Whitecliffs muligheter for å realisere sine fremtidige planer ved investeringen i Jøtul, er Oslo Børs av den oppfatning at børsnoteringen ikke er til hinder for dette. Det er da lagt vekt på at Whitecliff selv har valgt å kjøpe seg opp i et børsnotert selskap, og måtte forstå at børsnoteringen ikke kan bringes til opphør uten videre.

Selskapets anførsel om at aksjonærene er behørig varslet om den mulige strykningen kan etter Oslo Børs oppfatning ikke tillegges stor vekt. Denne informasjonen har betydning for aksjonærenes valg med hensyn til om de skal akseptere tilbudet. Informasjonsgivningen kan imidlertid ikke svekke det vern børsloven og børsforskriften gir minoritetsaksjonærene. Minoritetsaksjonærene har også en forventning til at børsen følger sin praksis.

Oslo Børs har etter en samlet vurdering av de anførsler som er gitt i søknaden om strykning, veid opp mot minoritetsaksjonærenes interesser for en fortsatt børsnotering, funnet ikke å kunne etterkomme søknaden.

## 7. Vedtak

Børsstyret vedtok å ikke imøtekomme søknad av 3. juli 2002 fra Jøtul ASA om strykning av selskapets aksjer fra Oslo Børs.

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

## **5. INFORMASJONSPLIKT – UTSTEDERFORPLIKTELSER**

### **5.1 OVERTREDELSESSAKER**

#### **5.1.1 Fjord Seafood ASA informasjonsplikt - (Børsklagenemndens sak 1/2002 av 18.04.02)**

Avgjørelse av 18. april 2002 av klage fra Fjord Seafood ASA over børsstyrets vedtak 23. januar 2002 om å illegge selskapet overtredelsesgebyr tilsvarende fem ganger kursnoteringsavgiften for brudd på børsforskriften § 5-2 første ledd og § 5-2 annet ledd nr. 1 samt børsloven § 5-7 annet ledd

1...Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Børsstyret fattet den 23. januar 2002 vedtak med slik konklusjon:

“Børsstyret vedtok å illegge Fjord Seafood ASA overtredelsesgebyr tilsvarende 5 ganger kursnoteringsavgiften, jf. børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften §§ 5-2 første ledd og annet ledd nr. 1 og børsloven § 5-7 annet ledd.”

På vegne av Fjord Seafood ASA påklaget Andersen Legal ANS i brev 7. februar 2002 børsstyrets vedtak av 23. januar 2002. Børsstyret behandlet klagen i møte 27. februar 2002, og fattet følgende vedtak:

“Børsstyret opprettholder sitt vedtak av 23. januar 2002 hvor Fjord Seafood ASA ble ilagt overtredelsesgebyr tilsvarende 5 – fem – ganger kursnoteringsavgiften for brudd på børsforskriften §§ 5-2 første ledd og 5-2 annet ledd nr. 1 samt børsloven § 5-7 første ledd. Klagen oversendes Børsklagenemnden for behandling.”

Børsstyret fant ikke grunnlag for å omgjøre sitt eget vedtak 23. januar 2002 og oversendte klagen til behandling i Børsklagenemnden, jf. børsforskriften § 26-3 første ledd og forvaltningsloven § 33.

Børsklagenemnden har behandlet klagen i møte 18. april 2002. Før møtet hadde leder av Børsklagenemnden Bjørg Ven erklært seg inhabil. Møte ble derfor ledet av nestleder i nemnden Anne Cathrine Høeg Rasmussen, jf. børsforskriften § 26-2 siste ledd. Ved behandlingen og avgjørelsen deltok Anne Cathrine Høeg Rasmussen (fungerende leder), John Giverholt, Vibecke Groth, Tor Bertelsen og Kirsten Sandberg.

2. Kort om selskapet og sakens bakgrunn

Fra protokollutskriften fra børsstyrets møte 23. januar 2002 sies det bl.a følgende om sakens bakgrunn og selskapet Fjord Seafood ASA:

“Denne saken gjelder spørsmålet om Fjord Seafood ASA (“Fjord”) har brutt informasjonsplikten, jf. børsforskriften § 5-2 første ledd, børsforskriften § 5-2 annet ledd nr. 1 samt opplysningsplikten til Oslo Børs etter børsloven § 5-7 annet ledd i forbindelse med styrets arbeid med selskapets finansielle situasjon i perioden 24. til 28. september 2001. Styret hadde daglige møter i denne perioden, og enkelte dager flere styremøter per dag. Samtidig forelå spekulasjoner og lekkasjer i dagspressen om selskapets emisjonsplaner og

finansielle situasjon. Selskapet var i perioden i daglig kontakt med børsen på bakgrunn av disse spekulasjoner og lekkasjer. Selskapet hevdet imidlertid at det ikke forelå forhold som skulle meldes til markedet, før melding den 27. september om at selskapet vurderte en emisjon og/eller en strategisk allianse. Av styreprotokollene fremgår det at endelig vedtak om å fremme emisjonsforslaget til generalforsamlingen var truffet før kl 10:00 den 28. september. Selskapet sendte imidlertid melding om at styret jobbet med emisjonen kl. 10:33 og først kl. 15:30 den 28. september ble det sendt børs melding om styrets vedtak, samtidig som emisjonen ble meldt fulltegnet.

[.....]

Selskapet ble stiftet 1996 under navnet Torgnes Invest AS. I 1997 ble selskapet omdannet fra aksjeselskap til allmennaksjeselskap, og i 1998 ble navnet endret til Fjord Seafood ASA. Selskapet ekspanderte betydelig internasjonalt fra dette tidspunktet, og i 2000 ble selskapet notert på hovedlisten ved Oslo Børs.

Fjords forretningsidé er å være verdens ledende havbruksselskap og markedets foretrukne leverandør av sjømat. Gjennom fokus på matvaresikkerhet, leverings-sikkerhet, kvalitet, miljø og effektivitet gjennom hele verdikjeden vil Fjord søke å oppnå og opprettholde en posisjon som den foretrukne og ledende internasjonale leverandøren av sjømat.

Fjord er et internasjonalt havbruksselskap med produksjonsvirksomhet i de viktigste produksjonsområdene i verden som Norge, Chile og Skottland. Selskapet har foredling, salg og markedsvirksomhet i de viktigste markedene for atlantisk laks som Europa, USA og Asia."

### 3. Klagers anførsler og børsstyrets vurderinger

#### 3.1 Ugyldig vedtak pga feil i saksbehandlingen

Fjord Seafood ASA anfører at saken ikke var så godt opplyst som mulig da børsstyret fattet det påklagede vedtaket, og derfor er børsens saksbehandling i strid med børsloven § 5-14 og forvaltningsloven § 17 – børsens plikt til å påse at saken er "så godt opplyst som mulig før vedtak treffes." Fjord Seafood ASA hevder at børsens saksbehandling har ført til at det er lagt til grunn et feilaktig faktum for vedtaket.

I klagen av 7. februar 2002 sies det bl.a:

"Premissene for børsstyrets vedtak er utformet slik at det løpende er vist til innholdet i en rekke vedlegg. Det er i liten utstrekning tatt inn sitater fra vedleggene i premissene og i stedet er innholdet i de respektive vedleggene referert med Børsens egne ord. En slik henvisningsteknikk forutsetter at det relevante innholdet i de respektive vedleggene er fullstendig og korrekt gjengitt, eller i det minste at innholdet i vedleggene er kjent for børsstyret før vedtaket ble truffet. I vedtaket heter det nokså kryptisk om deler av vedleggsmaterialet at dette kan "fås ved henvendelse til Børsen".

Fra protokollutskriften fra børsstyrets møte 27. februar 2002, hvor børsstyret vurderte klagen, siteres:

"Børsen bemerker for det første at selskapet feilaktig har konkludert at børsstyret ikke hadde mottatt noen vedlegg etter telefonsamtale med børsen den 1. februar d.å. Børsstyret hadde mottatt selskapets brev hvor deres anførsler ble utdypet og sakens faktum ble utredet fra selskapets side.

[.....]

Når det gjelder øvrige vedlegg mener børsen at disse ikke var nødvendige for at styret skulle kunne treffe en opplyst beslutning i saken. Børsen har sitert og for øvrig redegjort for de deler av vedleggene som er av betydning for børsens konklusjon i selve vedtaket.

Børsen kan ikke se at kravet i fvl § 17 om at saken skal være så godt opplyst som mulig, er overtrådt ved at børsstyret ikke har fått alle vedlegg fremlagt fra administrasjonen før vedtaket ble truffet. Alle vedlegg var tilgjengelige for børsstyrets medlemmer, dersom de ønsket informasjon utover den innstilling og de vedlegg som var fremlagt fra administrasjonen.

Selskapet har anført at styret, som følge av at alle vedlegg ikke var fremlagt, på en rekke punkter har lagt feil faktum til grunn i vedtaket. Børsen vil bemerke at børsstyret har hatt selskapets oppfatning av de faktiske forhold tilgjengelig slik dette utførlig er beskrevet i brev fra selskapet. Begrunnelsen for at det av selskapet anførte faktum ikke er lagt til grunn er således ikke manglende opplysning av saken, men at børsstyret ikke er enig i selskapets angivelse av de faktiske forhold.

Selv om det skulle være en saksbehandlingsfeil å ikke fremlegge all den underliggende dokumentasjon, kan det allikevel ikke legges til grunn at feilen har hatt betydning for vedtakets innhold. Børsstyret har i forbindelse med selskapets klage mottatt alle vedlegg til vedtaket, således er en eventuell feil på dette punkt nå rettet.

Selskapet kan dermed ikke få medhold i at vedtaket er ugyldig som følge av feil i saksbehandlingen.”

### 3.2 Brudd på informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2 første ledd

Fjord Seafood ASA anfører at børsstyret har lagt feil regelforståelse til grunn når det konkluderer med at informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2 første ledd ikke er overholdt.

Videre anfører Fjord Seafood ASA at børsstyret har lagt til grunn en regel om skjerper ansvaret ved lekkasjer og som kom inn ved en endring i børsforskriften og som trådte i kraft fra 1. januar 2002. Fjord Seafood ASA hevder at denne regelen ikke kan legges til grunn på foreliggende forhold da det oppsto før ikrafttredelsen av nevnte endring.

Videre anfører Fjord Seafood ASA at børsen feilaktig har lagt til grunn at situasjonen den 24. september var vesentlig endret fra den 13. august. Etter selskapets oppfatning var situasjonen ikke endret fra den 13. august, og selskapet mener dermed at den melding som ble sendt 13. august var dekkende for situasjonen den 24. 25. og 26. september.

Fra protokollutskriften fra børsstyrets møte 27. februar 2002, hvor børsstyret vurderte klagen, siteres:

”Børsen har lagt følgende forståelse av § 5-2 første ledd til grunn for vedtaket:

*”Oslo Børs vil, når det gjelder **emisjonsbeslutninger**, presisere at slike beslutningsprosesser normalt forløper uten informasjonsplikt i henhold til børsforskriften § 5-2 første ledd inntreffer, før det formelle vedtak er truffet. Dersom det imidlertid foreligger signaler om at informasjon om konkrete emisjonsplaner har lekket til markedet tilsier formålet bak reglene om informasjonsplikt at selskapet må komme med melding i henhold til § 5-2*

*første ledd. Oslo Børs legger med andre ord til grunn informasjon om emisjonsplaner jf børsforskriften § 5-2 første ledd, dersom det foreligger lekkasje eller fare for lekkasje om slike planer”*

I Børsklagenemndas avgjørelse i Vital-saken sak 1/1996 legger Børsklagenemnda følgende til grunn når det gjelder hva som er en ”opplysning” i § 5-2 første ledds forstand:

*”Men det at det foregår samtaler med henblikk på et mulig overtagelsestilbud, er i denne sammenheng et faktum – en opplysning i børsløven og børsforskriftens forstand.”*

Sak nr 1/1996 ble riktig nok kjent ugyldig pga av saksbehandlingsfeil av Børsklagenemnda i sak 1/1997. Saken var gjenstand for fornyet behandling av Børsklagenemnda i sak 2/1997, hvor Børsklagenemnda kom til samme resultat som i sak 1/1996. På denne bakgrunn må det antas at ovennevnte sitat ligger til grunn også for Børsklagenemndas vedtak i sak 2/1997. Anvendt i denne saken må det legges til grunn at det at det foregår samtaler med henblikk på et emisjons-forslag er en opplysning i § 5-2 første ledds forstand.

Som selskapet har nevnt er børsforskriften § 5-1 tredje ledd jf første ledd med virkning fra 1. januar skjerpet med henblikk på lekkasjer til markedet. Børsen vil for det første påpeke at børsen ikke direkte har anvendt børsforskriften § 5-1 tredje som grunnlag for ileggelse av overtredelsesgebyr i denne saken. Spørsmålet er da om børsen reelt har lagt den regel som følger av endringen av § 5-1 tredje ledd jf første ledd til grunn uten hjemmel. Børsen kan heller ikke se at det for øvrig som begrunnelse for vedtaket er lagt en generell regel om at lekkasje om arbeid med en emisjon alltid medfører at slik informasjon blir kurssensitiv jf børsforskriften § 5-2 første ledd.

Børsen har i sin lovforståelse gitt uttrykk for at det at det lekkes opplysninger om at det arbeides med en emisjon, under gitte forutsetninger, kan medføre at opplysningene anses som kurssensitive opplysninger i henhold til børsforskriften § 5-2 første ledd. Børsen har med andre ord ansett spørsmålet om lekkasje som et relevant moment under vurderingen av børsforskriften § 5-2 første ledd.”

Børsstyret viser så til en sak fra Sverige om brudd på informasjonsplikten vedrørende SAS AB, og konkluderer med at ”rettstilstanden i Sverige synes dermed å være i overensstemmelse med det som er lagt til grunn av børsen i forståelsen av informasjonsplikten i henhold til børsforskriften § 5-2 første ledd.”

Fra protokollutskriften fra børsstyrets møte 27. februar 2002, hvor børsstyret vurderte klagen, siteres:

”Børsen har i sin lovforståelse gitt uttrykk for at det at det lekkes opplysninger om at det arbeides med en emisjon, under gitte forutsetninger, kan medføre at opplysningene anses som kurssensitive opplysninger i henhold til børsforskriften § 5-2 første ledd. Børsen har med andre ord ansett spørsmålet om lekkasje som et relevant moment under vurderingen av børsforskriften § 5-2 første ledd.

[.....]

Børsen har deretter etter en totalvurdering, hvor lekkasjer til media inngår som et moment, konkludert med at det forelå kurssensitiv informasjon jf børsforskriften § 5-2 første ledd om at selskapet arbeidet med en emisjon som høyst sannsynlig ville bli gjennomført innen kort tid, og at dette derfor skulle vært meddelt markedet før den 27./28. september.

Generelt vil børsen i denne sammenheng påpeke at det essensielle i vurderingen er at børsen i medhold av § 5-2 første ledd skal sørge for at alle investorer i markedet handler aksjer på likt grunnlag. Informasjon som er av betydning for aksjekursen skal derfor meldes via børsens meldingssystem slik at alle aktører får informasjonen på samme tid. Dersom det foreligger lekkasje i markedet og de opplysninger lekkasjen gjelder er egnet til å påvirke kursen, er det viktig at selskapet melder disse opplysningene til alle aktører i markedet. Når slik informasjon kommer ut, blir det lettere en "opplysning" etter børsforskriften § 5-2 første ledd som markedet må forholde seg til, enn om det skjer fortrolige forberedelser som ikke er kjent. Børsen kan ikke se at slike opplysninger skal behandles annerledes enn andre kurssensitive opplysninger."

Fra protokollutskriften fra børsstyrets møte 27. februar 2002, hvor børsstyret vurderte klagen, siteres:

"Børsen fastholder at selskapet i hvert fall den 26. september kunne sendt tilsvarende melding, og at selskapet allerede den 25. september kunne sendt melding om at det vurderte en emisjon. Nødvendigheten av slike klargjørende meldinger oppstod ved at markedet spekulerte og at det forelå lekkasjer i dagspressen på disse tidspunktene.

Selskapet viser til at det i perioden mellom 25. og 27. september hadde "fanget opp flere signaler om at det kunne være ulik informasjon i markedet, signaler som ikke forelå for selskapet allerede den 25.09.01". Selskapet utdyper ikke hvilke signaler dette skulle være. Børsen er kun kjent med de signaler som forelå ved artikler i dagspressen og øvrige spekulasjoner i markedet. Som nevnt forelå disse allerede fra den 24. september.

Selskapet har vist til at det den 26. september fremdeles var stor usikkerhet knyttet til om en emisjon i det hele tatt ville bli gjennomført. Selskapet anfører i så måte at situasjonen var vesentlig endret den 27. september. Børsen har vanskelig for å se dette. På bakgrunn av selskapsdokumentasjonen forelå heller ingen beslutning om emisjon den 27. september da melding ble sendt. Videre forelå ikke endelig avklaring fra Cermaq, om at fusjonsforhandlinger ikke var aktuelt på det tidspunkt, før i møtet som startet kl 15 den 27. september, dvs over 4 timer etter at meldingen ble sendt.

Børsen vil i denne sammenheng presisere at det børsen mener selskapet skulle sendt melding om på et tidligere tidspunkt, var status i emisjonsvurderingene. Selskapet kunne meldt om at det ble jobbet med et emisjonsalternativ. Videre var minimumsstørrelsen angitt ved bankens krav. Videre kunne selskapet bekreftet at det foregikk samtaler med aksjonærer om deltakelse i emisjonen. Selskapet har påpekt at en strategisk allianse trolig ville utelukke emisjonen. Børsen viser til at dette ikke synes å stemme med den melding som ble sendt den 27. september hvor det angis at man beslutter å innlede forhandlinger med strategisk allianse "og/eller" en emisjon. Meldingen angir derved at begge deler kan bli aktuelt. Således kan ikke børsen se at selskapet sto i noen annen situasjon den 25. eller i hvert fall den 26. september enn situasjonen om morgenen den 27. september."

### 3.3 Brudd på informasjonsplikten jf. børsforskriften § 5-2 annet ledd nr. 1

Fjord Seafood ASA anfører at børsen feilaktig har lagt til grunn at selskapet før kl. 10 den 28. september 2001 hadde truffet et betingelsesløst vedtak om å foreslå et emisjonsvedtak for generalforsamlingen. I følge selskapet vil selve den emisjonsmodellen som ble valgt medføre at børsens konklusjon blir feilaktig. Selskapet hevder således at børsen har misforstått innholdet i den selskapsrettslige beslutningen i styrets forslag til selskapets generalforsamling. Selskapet anfører at det ikke forelå noe vedtak om emisjon før

vedlegget til protokollen som inneholdt navn på de selskaper og personer som emisjonen var rettet mot – var komplett.

Fra klagen av 7. februar 2001 siteres:

”Det avgjørende er at det ikke er riktig – slik Børsen skriver – **at vedtaket var betingelsesløst**. Det ville ikke ha foreligget noe vedtak dersom det ikke i løpet av samme dag ble oppnådd tegningsavtaler med tegnere som til sammen representerte tegningsforpliktelser for NOK 700.000.002. Vedtaket var således **utvilsomt betinget** av at det ble oppnådd tilstrekkelig antall tegningsavtaler. ”

Børsstyret viser til at allmennaksjeloven ikke er til hinder for at styret treffer vedtak om å fremme emisjonsforslag for generalforsamlingen uten at deltakerne i en slik emisjon på tidspunktet for styrets vedtak er kjent. Videre vurderer børsstyret om styret i Fjord Seafood ASA tok – som hevdet av selskapet – forbehold i vedtaket om å fremme emisjonsforslaget for generalforsamlingen om at NOK 700 mill. ble kommitert for at styrets vedtak skulle tre i kraft.

Fra protokollutskriften fra børsstyrets møte 27. februar 2002, hvor børsstyret vurderte klagen, siteres:

”Børsen kan etter dette ikke se at den valgte emisjonsmodell medfører et selskapsrettslig krav om at deltakerne i den rettede emisjonen må være bindende forpliktet til deltakelse eller navngitt som del av styrets vedtak om forslag, på tidspunkt styret vedtar å fremme emisjonsforslaget for generalforsamlingen.

Det neste og avgjørende spørsmål er da om styret i møtet om morgenen den 28. september faktisk tok forbehold om at NOK 700.000.002 ble kommittert for at styrets vedtak skulle tre i kraft. Dette følger ikke av ordlyden under punktet ”Decisions” som angir selve den vedtaksteksten som skal foreslås for generalforsamlingen.

Under punktet ”Other conditions” fremgår at ”finally a draft of a notice to the stock exchange was gone through which would be sent if the private placement was succeeded”. Selskapet anfører at dette må ses som et uttrykk for et forbehold om at dersom ikke hele den foreslåtte kapitalforhøyelse ble kommittert, så skulle ikke styrets beslutning om emisjonsforslag tre i kraft.

Børsen mener i utgangspunktet at ovennevnte ikke innebærer et forbehold som kunne medføre at vedtaket ikke ville trå i kraft. Etter børsens oppfatning er det ikke naturlig å forstå ordlyden slik selskapet anfører. Børsen mener at det på bakgrunn av øvrige deler av styreprotokollen er mest naturlig å se nevnte ”condition” som et utslag av selskapets ønske om å avvente utsendelse av børsmelding til hele den foreslåtte kapital var kommittert. Børsen viser i den sammenheng til følgende redegjørelse under styremøtet (vedlegg 21 til vedtaket):

*”It is viewed as important to secure full subscription before the announcement of the issue to avoid further uncertainty and pressure on the stock up to the general shareholders meeting, and to secure the financial basis for further operation immediately.”*

For øvrig kan børsen heller ikke finne andre indikasjoner i den fremlagte protokoll eller i annen dokumentasjon på at styret den 28. september tok et reelt forbehold om at vedtaket ikke skulle tre i kraft dersom det angitte beløp ikke ble kommittert. For det første viser børsen til at selskapet selv i styreprotokollen gir uttrykk for at det som følge av behovet for arbeidskapital og kravet fra banken er nødvendig å gjennomføre en emisjon (sitert ovenfor under punkt 3.2.2). på den bakgrunn er det da merkelig at styrereferatet ikke angir hva som eventuelt skulle



skje dersom man ikke greide å finne tegnere til hele det foreslåtte beløp eller satt frist for å finne tegnere til emisjonen.

Videre er det ikke angitt noe nytt møte for å evaluere status i relasjon til kommitterte tegnere eller lignende. Selskapets finansielle rådgiver hadde den 28. september allerede i flere dager jobbet med å finne tegnere til emisjonen og selskapet la i dette møtet etter børsens oppfatning høyst sannsynlig til grunn at det ville bli funnet tegnere til emisjonen. Et eventuelt forbehold er da uten realitet og endelig vedtak må anses truffet før kl. 10 den 28. september, slik børsen har lagt til grunn i vedtaket.

På dette grunnlag finner børsen at det er riktig å legge til grunn, som det mest sannsynlige faktum, at styret ikke tok forbehold som kunne medføre at vedtaket ikke ville trå i kraft. Styrevedtak om å foreslå for generalforsamlingen at den skulle vedta en rettet emisjon på NOK 700 mill, forelå ut fra dette uten forbehold før kl 10 den 28. september 2001, og børsen opprettholder dermed vedtaket også på dette punkt."

### 3.4 Brudd på opplysningsplikten, jf. børsloven § 5-7 annet ledd

Fra klagen av 7. februar 2002 siteres:

"Børsen har i vedtaket lagt til grunn at Fjord har brutt opplysningsplikten i Børsens § 5-7, 2. ledd ved fire separate anledninger i perioden 25. september til 26. september, ved ikke etter krav fra Børsen å gi fullstendige og korrekte opplysninger om selskapets arbeid med emisjon. Børsen har lagt til grunn at selskapet har gitt til dels feilaktige opplysninger og til dels ufullstendige opplysninger som etterlater Børsen med et feilaktig inntrykk av situasjonen.

Fjord bestrider dette og [.....]"

Fjord Seafood ASA anfører at børsen feilaktig har sett bort fra Torgnes' opplysning om at andre alternative løsninger ble drøftet. Børsen har etter selskapets oppfatning feilaktig lagt til grunn at det ikke fremgår av styredokumentasjonen i perioden 24. til 28. september at andre løsninger ble vurdert. Børsen har således konkludert på feil faktisk grunnlag når den har kommet til at Torgnes opplysninger om disse forhold ikke kan legges til grunn. Etter selskapets oppfatning har børsen glemt å stille det avgjørende kontrollspørsmålet; nemlig hva som vil skje dersom de foreløpige drøftelsene ikke skulle munne ut i noe konkret forslag om emisjon eller fusjon, som etter selskapets oppfatning var det mest sannsynlige utfallet den 26. september 2001.

Fra protokollutskriften fra børsstyrets møte 27. februar 2002, hvor børsstyret vurderte klagen, siteres:

"Børsen viser i det alt vesentlige til redegjørelsen i vedtaket.

Børsen vil imidlertid bemerke følgende i forhold til påståtte andre alternativer. Børsen har lagt til grunn at selskapet ikke konkret i tidsrommet 24. til 28. september vurderte alternativer som salg av eiendeler m.v. som alternativer til en emisjon og/eller strategisk allianse. Dette fordi det for selskapet åpenbart var viktig og nødvendig å komme til en rask løsning, og børsen derfor har funnet det svært lite sannsynlig at alternative løsninger ikke er omtalt i styredokumentasjonen hvis de på det tidspunkt var reelle alternativer.

Når det gjelder selskapets "*avgjørende kontrollspørsmål*" mener børsen at det åpenbare svaret er at selskapet med høy grad av sannsynlighet ville beslutte en emisjon innen kort tid etter de utsagn som fremgår av styredokumentasjonen. Børsen er således uenig i selskapets forutsetning om at det mest sannsynlige

alternativet den 26. september var at det ikke vil bli truffet vedtak om strategisk allianse og/eller emisjon. For øvrig har børsen vanskelig for å se hvilken hendelse som gjør at sannsynligheten for strategisk allianse og/eller emisjon etter selskapets oppfatning endrer seg dramatisk fra den 26. til den 27. september.”

### 3.5 Størrelsen på overtredelsesgebyret

Subsidiært påstår klager at overtredelsesgebyret er satt for høyt.

Fra klagen av 7. februar 2002 siteres:

”Subsidiært, for det tilfelle Børsklagenemnden skulle finne at det foreligger grunnlag for å konstatere brudd på informasjonsplikten og/eller opplysningsplikten, vil vi anføre følgende i forhold til sanksjonsspørsmålet:

Børsens reaksjon – overtredelsesgebyret er satt høyt – til 5 ganger børsnoteringsavgiften. Av de forhold Børsen selv har fremhevet i forbindelse med fastsettelse av overtredelsesgebyret vil vi få anføre følgende:

Børsen har for det første vist til at det synes å være selskapets holdning å vente med og melde emisjonen til denne var fulltegnet for å minimere negative kursutslag. Som påpekt foran har Børsen her for det første misforstått det selskapsrettslige innholdet i beslutningen. Hvis Børsklagenemnden mot formodning ikke skulle være enig med selskapet i at begrunnelse for å vente med å sende melding – var tuftet på selskapets etter vår oppfatning riktige selskapsrettslige forståelse av vedtaket uttalelsen i styrereferatet uansett må ses i lys av denne forståelsen og ikke i lys av Børsens forståelse av at det forelå et endelig vedtak. Selskapet har aldri ment å uttrykke noen annen holdning enn å vente med å gi informasjon om vedtaket til vedtaket var endelig.

Børsen har ellers anført at den mest alvorlige er at selskapet ikke har overholdt opplysningsplikten. Børsen har i den forbindelse fokusert på at det er svært alvorlig dersom Børsen ikke kan ha tillit til at de børsnoterte selskaper gir korrekt og utfyllende informasjon når dette etterspørres. Det anføres i den forbindelse at Fjord har ønsket å gi de opplysninger man mente man hadde. Det fremgår av samtalen at Børsen og konserndirektør Torgnes at selskapet – den 26.09.01 oppfattet situasjonen som vanskelig. Det er ikke fra selskapets side utvist negative holdninger som gir grunnlag for konklusjonen om selskapets vilje til å gi informasjon som tilsier at Børsen ikke kan ha tillit til selskapets håndteringen av informasjons- og opplysningsplikten. Subsidiært anføres derfor at det i forhold til den foreliggende utmålingspraksis og overtredelsenes innhold og karakter ikke er grunnlag for et overtredelsesgebyr i den størrelsesorden som her er forutsatt.”

Fra protokollutskriften fra børsstyrets møte 27. februar 2002, hvor børsstyret vurderte klagen, siteres:

”Børsen viser til den begrunnelse for utmålingen som er gitt i vedtaket. Oppsummeringsvis vises det til at børsen har ansett overtredelsen av opplysningsplikten til børsen jf børsloven § 5-7 annet ledd å være den alvorligste overtredelsen i saken.

Når det gjelder utmålingspraksis viser børsen spesielt til børsstyrets vedtak 25. oktober 2001 overfor DnB Markets ASA, hvor det ble ilagt overtredelsesgebyr på NOK 1 mill. Saken gjaldt ikke utstederes, men et børsmedlems opplysningsplikt til børsen i henhold til børsloven § 5-4 femte ledd. Sistnevnte bestemmelse pålegger medlemmene en opplysningsplikt med samme innhold som børsloven § 5-7 annet ledd pålegger utstederne.

Videre viser børsen til senere praksis i saker vedrørende overtredelse av informasjonsplikten, derunder børsstyrets vedtak av 25.10.01 hvor Global Geo Services ASA pga forholdets alvorlighet ble ilagt overtredelsesgebyr på 5 ganger kursnoteringsavgiften.

Tatt i betraktning hvor viktig det er for børsen å kunne ha tillit til de børsnoterte selskapene, mener børsen sanksjonsnivået i denne saken er passende.”

#### 4. Børsklagenemndens bemerkninger

Børsklagenemnden vil innledningsvis peke på børsforskriften § 26-3 hvor det bl.a sies at klagenemnden skal avgjøre klage innen fire uker fra den har mottatt klagen, og at nemnden ”kan gjøre unntak fra fristene i denne paragrafen når særlige grunner foreligger”. Børsklagenemnden viser til at da nemnden mottok klagen fra Oslo Børs var bare ett av nemndens fem medlemmer og to personlige varamedlemmer formelt oppnevnt av Finansdepartementet. Funksjonstiden for de øvrige medlemmene og varamedlemmene var utløpt. Først ved Finansdepartementets brev 22. mars 2002 ble det oppnevnt og gjenoppnevnt fire medlemmer og tre personlige varamedlemmer til Børsklagenemnden. Etter Børsklagenemndens syn må nevnte forhold vedrørende oppnevningen av medlemmer og varamedlemmer til nemnden være ”særlige forhold” som kan begrunne et unntak fra nemndens frist for å behandle klagesaken, jf. børsforskriften § 26-3. På denne bakgrunn har Børsklagenemnden gjort unntak fra fristen for nemndens behandling av klagesaken, jf. børsforskriften § 26-3.

I foreliggende sak reises spørsmålene om Fjord Seafood ASA i perioden 24. – 28. september 2001 overholdt informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2 første ledd og § 5-2 annet ledd nr. 1 samt opplysningsplikten etter børsloven 5-7 annet ledd. Børsstyret har konkludert med at selskapet ikke overholdt nevnte plikter, mens selskapet er av motsatt oppfatning.

Videre reises det spørsmål om det foreligger saksbehandlingsfeil knyttet til børsstyrets behandling av saken.

Børsklagenemnden legger til grunn at henvisningen til børsloven § 5-7 første ledd i børsstyrets vedtak av 27. februar 2002 (pkt. 8) beror på en skrivefeil, og at riktig henvisning skal være børsloven § 5-7 annet ledd.

##### 4.1 Spørsmål om ugyldighet pga. saksbehandlingsfeil ved børsstyrets behandling av saken, jf. børsloven § 5-14 og forvaltningsloven § 17

Etter Børsklagenemndens syn er det viktig at børsstyret påser at saken er så godt opplyst som mulig før det treffer vedtak i saken. I likhet med klager er det Børsklagenemndens syn at børsstyrets beskrivelse av faktum i protokoll fra børsstyrets møte 23. januar 2002 er noe uklar og unøyaktig på enkelte punkter. I klagen pekes det også på at børsstyret ikke er blitt forelagt all dokumentasjon i saken før styret traff vedtaket som er påklaget. Børsklagenemnden kan imidlertid ikke se at disse forhold kan ha påvirket vedtakets innhold. Som børsstyret viser til har de faktiske forhold vært utførlig beskrevet i klagerens brev, og vedleggene har vært tilgjengelige for børsstyrets medlemmer. I protokollutskrift fra børsstyrets møte 27. februar 2002 kommenterer børsstyret de punktene i faktum som klager i brev 7. februar 2002 hevder er feil eller upresise i forhold til børsstyrets vedtak 23. januar 2002. Børsklagenemnden viser for øvrig til børsstyrets vurderinger som tiltres.

Etter Børsklagenemndens syn foreligger det ikke saksbehandlingsfeil som kan ha hatt betydning for vedtakets innhold.

#### 4.2 Spørsmål om overtredelse av børsforskriften § 5-2 første ledd om informasjonsplikten innhold

Børsforskriften § 5-2 første ledd lyder:

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

Børsklagenemnden understreker viktigheten av at investorene i markedet gis mulighet til å handle aksjer på likt grunnlag. I tilfeller hvor mer eller mindre korrekt informasjon om interne drøftelser i selskapet er kommet ut i markedet, må dette følges opp umiddelbart fra selskapets side overfor børsen dersom informasjonen kan ha ”ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer”. Informasjon fra de børsnoterte selskapene er i slike tilfeller nødvendig for et effektivt og velfungerende verdipapir-marked.

Etter Børsklagenemndens syn var det på bakgrunn av oppslag i Dagens Næringsliv 24. og 25. september 2001 og de påfølgende reaksjoner (rykter og spekulasjoner) i verdipapirmarkedet et umiddelbart behov for informasjon fra Fjord Seafood ASA til verdipapirmarkedet. Børsklagenemnden legger også til grunn at sannsynligheten for en emisjon og/eller allianse for Fjord Seafood ASA var betraktelig større i slutten av september 2001 enn tilfelle var i august 2001 da forrige børs melding ble sendt ut. Selskapet skulle derfor orientert verdipapirmarkedet om status i selskapets arbeid med en evt. emisjon og/eller allianse.

I likhet med Oslo Børs har Børsklagenemnden kommet til at Fjord Seafood ASA har brutt børsforskriften § 5-2 første ledd ved ikke å informere Oslo Børs og dermed verdipapirmarkedet om status i selskapets arbeid med en emisjon og/eller allianse før børs meldingen 27. september 2001.

#### 4.3 Spørsmål om overtredelse av børsforskriften § 5-2 annet ledd nr. 1 om informasjonsplikten innhold

Børsforskriften § 5-2 annet ledd nr. 1 lyder:

”Selskapet skal i tillegg til og uavhengig av første ledd uoppfordret og umiddelbart alltid gi børsen opplysninger om følgende:

Forslag og beslutning i styret, generalforsamling eller annet selskapsorgan, om utbytte, fusjon, fisjon, forhøyelse eller nedsettelse av aksjekapitalen. Det samme gjelder forslag og beslutning om utstedelse av tegningsretter, opptak av lån med rett til å kreve utstedt aksjer i selskapet, samt opptak av ansvarlig lånekapital.”

Børsklagenemnden viser til det som er sagt ovenfor under pkt. 3.3, og tiltrer børsstyrets vurdering av spørsmålet om overtredelse av børsforskriften § 5-2 annet ledd nr. 1.

Etter Børsklagenemndens syn har Fjord Seafood ASA brutt børsforskriften § 5-2 annet ledd nr. 1 ved å ikke informere børsen om styrets vedtak om å fremme forslag om emisjon for generalforsamlingen umiddelbart etter styremøtets slutt, som var kl. 10.00 den 28. september.

#### 4.4 Spørsmål om overtredelse av børsloven § 5-7 annet ledd om opplysnings-plikten for utsteder

Børsloven § 5-7 annet ledd lyder:

”Børs kan kreve at utstedere av børsnoterte omsettelige verdipapirer, utstederes tillitsvalgte og ansatte uten hinder av taushetsplikt gir børsen de opplysninger som er nødvendige for at børsen skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter.”

Bestemmelsen er en videreføring av § 4-8 i den gamle børsloven. I forarbeidene til denne bestemmelsen (NOU 1985 nr. 33 s. 122) sies følgende:

”Her dreier det seg om opplysninger som børsen har behov for i sitt tilsyn med verdipapirhandel, og det dreier seg om en plikt til å gi opplysninger på anmodning. Straffbart forhold vil foreligge hvis den opplysningspliktige unnlater å gi opplysninger det er bedt om, gir ufullstendige opplysninger eller gale opplysninger.”

Børsklagenemnden viser til protokollutskriften fra børsstyrets møte 23. januar 2002 pkt. 7 og klagers brev av 7. februar 2002 side 18 flg. Oslo Børs og klager har - som det fremgår av nevnte henvisninger - til dels ulik oppfatning av hva som ble sagt og/eller ment i fire forskjellige telefonsamtaler som fant sted 25. og 26. september 2001 mellom representanter for Fjord Seafood ASA og Oslo Børs.

Børsklagenemnden viser til at det var Oslo Børs som på bakgrunn av oppslag i Dagens Næringsliv tok kontakt med Fjord Seafood ASA og anmodet om opplysninger. Børsklagenemnden har i likhet med Oslo Børs kommet til at Fjord Seafood ASA har brutt børsloven § 5-7 annet ledd ved at selskapet ikke ga Oslo Børs tilstrekkelige opplysninger om selskapets arbeid med en emisjon og/eller allianse 25. og 26. september 2001.

#### 4.5 Sanksjonsspørsmålet

Børsklagenemnden finner i likhet med Oslo Børs at det bør reageres med overtredelsesgebyr i dette tilfelle. Etter tidligere praksis finner Børsklagenemnden, som børsstyret, at et gebyr på fem ganger kursnoteringsavgiften kan være passende.

Børsklagenemnden viser for øvrig til børsstyrets vurderinger som tiltres. Børsklagenemndens konklusjon er at det foreligger brudd på informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2 første ledd og § 5-2 annet ledd nr. 1 samt børsloven § 5-7 annet ledd.

#### 5. Børsklagenemndens vedtak

Børsstyrets vedtak av 27. februar 2002 om å opprettholde sitt vedtak av 23. januar 2002 hvor Fjord Seafood ASA ble ilagt et overtredelsesgebyr tilsvarende 5 - fem - ganger kursnoteringsavgiften, jf . børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften § 5-2 første ledd og § 5-2 annet ledd nr. 1 samt børsloven § 5-7 annet ledd, stadfestes.

Avgjørelsen er enstemmig.

Anne Cathrine Høeg Rasmussen

Tor Bertelsen

John Giverholt

Kirsten Sandberg

Vibecke Groth

#### **5.1.2 Goodtech ASA - overtredelse av informasjonsplikten (børsstyresak 38/02 av 27.02.02)**

Protokollutskrift fra styremøte i Oslo Børs ASA  
avholdt 27. februar 2002

## 1 Saken gjelder

Saken gjelder spørsmålet om Goodtech ASA ("GOD" eller "Selskapet") har brutt børsforskriftens regler om offentliggjøring av delårsrapporter i forbindelse med tredje kvartal 2001. Etter børsforskriften § 6-2 annet ledd skal selskapets styre innen to måneder etter periodens utløp vedta delårsrapporten for siste periode. Etter børsforskriften § 6-3 skal delårsrapporter, herunder foreløpig årsregnskap, sendes børsen straks de er vedtatt, og børsen skal offentliggjøre delårsrapporten etter børsforskriften § 23-2.

Selskapets styre behandlet delårsrapporten for tredje kvartal 2001 søndag 28. oktober 2001. I henhold til Selskapet ble ikke perioderegnskapet ferdigbehandlet denne datoen. Det var derfor nødvendig å fortsette styremøtet to dager senere. Delårsrapporten ble mottatt av Oslo Børs og offentliggjort ca kl 13.20 den 29. oktober 2001. Oslo Børs er imidlertid av den oppfatning at delårsrapporten ble ferdigbehandlet i styremøtet den 28. oktober 2001, og skulle således vært offentliggjort før børsåpning påfølgende dag.

## 2 Kort om GOD

GOD er leverandør og produsent av standardprodukter, spesialprosjekter og systemer til behandling av drikkevann, prosessvann, avløpsvann samt behandling av slam og organisk avfall.

GOD hadde i 2000 driftsinntekter i størrelsesorden NOK 295 millioner og et underskudd på ca. NOK 67 millioner, for konsernet. Pr tredje kvartal 2001 hadde Selskapet driftsinntekter på ca. NOK 122 millioner og et underskudd på ca. NOK 40 millioner, for konsernet.

## 3 Nærmere om sakens faktum og saksbehandlingen

Styreformann i GOD, Trygve Nordby, tok telefonisk kontakt med Oslo Børs mandag 29. oktober 2001 ca kl 12.30 for å be om råd i forbindelse med at styret søndag 28. oktober hadde behandlet delårsrapporten for tredje kvartal 2001. Delårsrapporten var på dette tidspunkt ikke blitt offentliggjort. Begrunnelsen for å ikke offentliggjøre delårsrapporten var at styremøtet den 28. oktober 2001 var blitt forlenget til den 30. oktober 2001, og således ikke avsluttet. Av samtalen fremgikk imidlertid at regnskapet var ferdigbehandlet av styret før styremøtet ble forlenget, og at tallene var dårligere enn det var grunn til å tro markedet forventet. I henhold til Nordby ble styremøtet forlenget fordi det var berammet et møte med Selskapets konsernsjef kl 13.30 den 30. oktober 2001. Formålet med møtet var å diskutere eventuelle endringer i ledelsen, og det var et ønske om å inkludere mulig ny informasjon om dette i delårsrapporten som skulle offentliggjøres. Konkret ble det opplyst at styret hadde hatt samtaler med konsernsjefen den samme helgen som styremøtet ble avholdt, og gitt ham et tilbud om å søke avskjed. Styret ønsket ikke å gå til oppsigelse, da dette ville kunne utløse krav om utbetaling av "fallskjerm" med umiddelbart forfall.

I telefonsamtalen ble det opplyst at regnskapet var ferdigbehandlet på det tidspunkt styremøtet ble forlenget og at det ikke ville skje noen endringer i regnskapet, men at Selskapet i forbindelse med fremleggelsen ønsket å inkludere informasjon om tiltak som skulle gjennomføres i lys av den negative finansielle utviklingen.

For øvrig opplyste Nordby at styremøtet ble forlenget etter råd fra Selskapets juridiske rådgiver. Formålet med telefonsamtalen var å be om råd fra børsen. Nordby lanserte på vegne av GOD to mulige løsninger for situasjonen:

1. Erklære styremøtet (søndag 28. oktober 2001) for ikke avsluttet.
2. Offentliggjøre delårsrapporten snarest, men fjerne alle henvisninger vedrørende ledelsen etc inntil avklaring forelå.

Oslo Børs fant det overraskende å få presentert det første alternativet som en mulig løsning, ettersom Selskapet allerede hadde opplyst at styremøtet var blitt forlenget til påfølgende dag (dvs til 30. oktober 2001). På bakgrunn av opplysningen om at regnskapet var blitt behandlet og at det ikke ville bli endringer, var Oslo Børs' råd til Selskapet å offentliggjøre delårsrapporten så fort som mulig. Etter dette ble delårsrapporten offentliggjort ca kl 13.20 samme dag (29. oktober 2001).

På bakgrunn av opplysningene om at det ikke ville skje noe med regnskapet til tross for forlengelsen av styremøtet sendte Oslo Børs den 1. november 2001 brev til GOD og ba om en redegjørelse for følgende forhold:

1. Omstendighetene rundt avholdelsen av det aktuelle styremøtet.
2. På hvilket tidspunkt delårsrapporten faktisk ble vedtatt.
3. På hvilket tidspunkt det ble klart at styremøtet ble forlenget, og betydningen dette ble ansett å ha for behandlingen og offentliggjøringen av delårsrapporten.
4. Hvilke personer i og utenfor selskapet som før offentliggjøringen hadde kjennskap til selskapets resultatutvikling og tallene som ble offentliggjort.

Det ble også bedt om referat fra det aktuelle styremøtet.

Oslo Børs mottok skriftlig svar fra Selskapet datert 6. november 2001, hvor i hovedsak følgende ble anført.

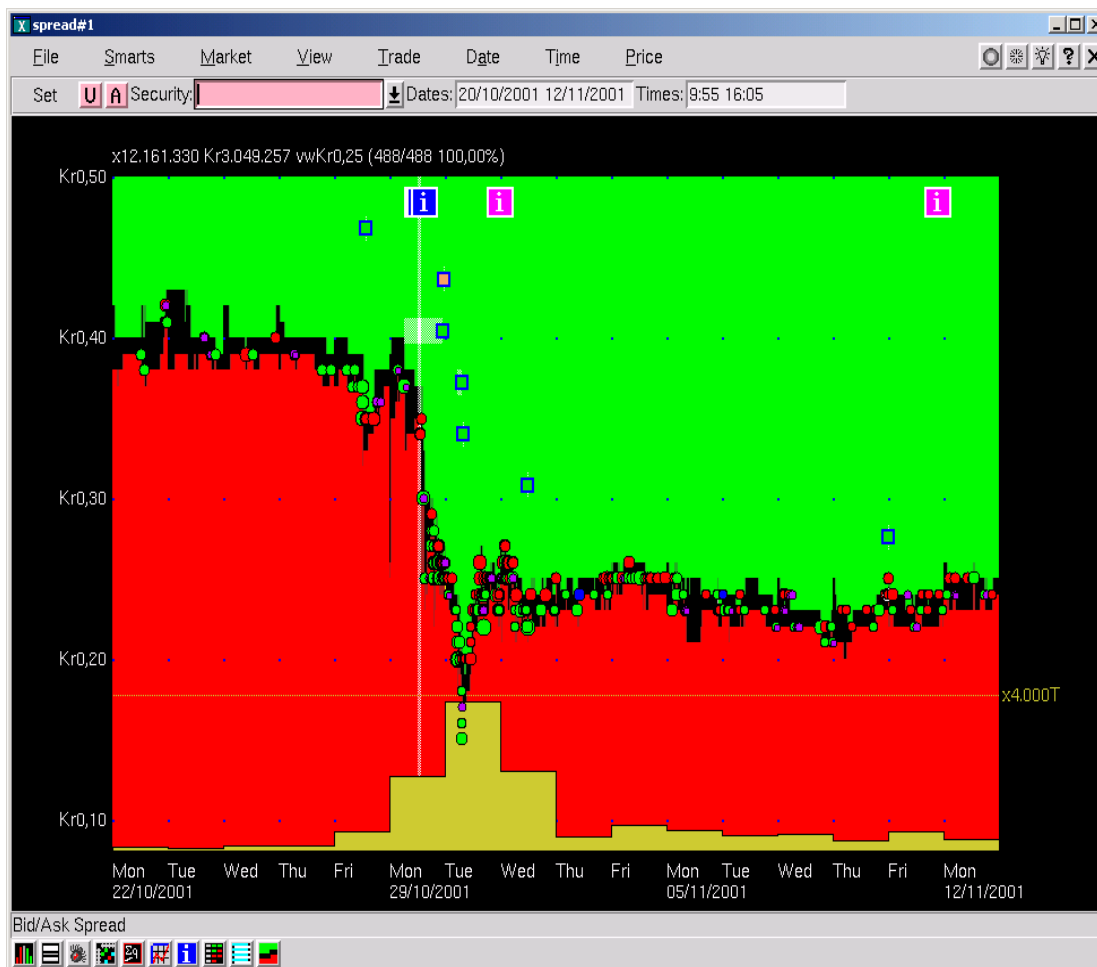
1. *"Goodtech ASA hadde planlagt å offentliggjøre 3. kvartalstallene den 15. november. På styremøte den 23. oktober ble det imidlertid klart at selskapets økonomiske utvikling var av en slik art at styret snarest mulig ønsket oversikt over konsernets tall per 3. kvartal. Det ble derfor besluttet at selskapets administrasjon i samarbeide med revisor skulle søke å legge frem for styret konsoliderte tall for konsernet innen den 26. oktober. I møte den 26. oktober, som var en fortsettelse av møtet den 23. oktober, ble styrets leder sammen med administrasjonen gitt fullmakt til å utarbeide en børsmelding basert på de fremlagte tall. Børsmeldingen ble lagt frem for styret søndag den 28. oktober klokken 20.00. Parallelt med denne prosessen hadde styret en dialog med selskapets konsernsjef om hans stilling. Styret fant det sterkt ønskelig at denne situasjonen ble avklart før selskapet sendte ut en børsmelding.*
2. *Delårsrapporten ble i all hovedsak vedtatt søndag kveld, men enkelte elementer knyttet til konsernsjefens stilling, ble ikke avklart før i møtet som ble endelig avsluttet den 29. klokken 13. Det er styrets vurdering at disse elementene var viktig å få avklart før offentliggjøring av kvartalsrapporten. Styret vurderte samtidig sannsynligheten for en snarlig avklaring som stor.*
3. *Det ble klart at styremøtet måtte forlenges rett før klokken 10.00 mandag den 29.10."*

Den 26. november 2001 oversendte Selskapet protokoll fra styremøtet. Av denne fremkom at styremøtet ble avholdt i tidsrommet 23. oktober 2001 "med fortsettelse 26. 28. og 29.10.2001". I henhold til protokollen ble styremøtet avsluttet den 29. oktober 2001 kl 13.00. Følgende siteres fra vedtaket om regnskapet pr 30. september 2001:

*"Styret tar det fremlagt foreløpige regnskap for september til etterretning. Styret konstaterer at utviklingen i selskapets drift nødvendiggjør umiddelbare tiltak."*

Sist omsatte kurs før det ble innført børs pause i forbindelse med Selskapets resultatfremleggelse den 29. oktober 2001 var på NOK 37 øre. Straks delårsrapporten for tredje kvartal 2001 ble gjort kjent for markedet falt aksjekursen betraktelig. Sluttkursen i GOD den 29. oktober 2001 endte på NOK 25 øre. Dette tilsvarer et fall i aksjekursen på ca 32,5% fra tidspunktet straks før børs pause ble innført og frem til børsen stengte samme dag. Det forelå ingen andre kjente forhold enn delårsrapporten som tilsa et slikt kursfall.

Bildet nedenfor viser kursutviklingen på GOD-aksjene i perioden 22. oktober 2001 og frem til 12. november 2001. Den vertikale streken viser børs pausen som ble innført i forbindelse med resultatfremleggelsen. Som det fremkommer av grafen falt kursen på GOD-aksjer betydelig straks etter fremleggelsen av delårsrapporten.



#### 4 Rettslig utgangspunkt

Det følger av børsforskriften § 6-2 annet ledd at "delårsrapporter, herunder foreløpig årsregnskap, skal vedtas av selskapets styre innen to måneder etter periodens utløp." Etter § 6-3 skal delårsrapportene videre "sendes børsen straks de er vedtatt av styret". Børsen skal offentliggjøre delårsrapporter etter reglene i børsforskriften § 23-2.

Etter børsforskriften § 6-6 kan børsen gjøre unntak fra § 6-1 til § 6-5 dersom "særlige forhold" tilsier det.



Det følger videre av børsforskriften § 25-5 at børsstyret ved brudd på bestemmelser i børsforskriften, kan vedta å ilegge utsteder et overtredelsesgebyr på inntil 10 ganger årlig kursnoteringsavgift.

## 5 Selskapets anførsler

Børsens foreløpige innstilling til børsstyret ble oversendt GOD den 7. februar 2001. Selskapet fikk i henhold til forvaltningsloven § 16 og børsforskriften § 25-8 annet ledd nr. 2 en ukes frist for å komme med kommentarer og anførsler til den foreløpige innstillingen. Fristen ble senere forlenget til 18. februar 2002. I brev datert fristdagen har Selskapet kommet med følgende kommentarer og anførsler som gjengis i sin helhet nedenfor.

GOD ønsker å presisere at Selskapet er kjent med at delårsrapporter skal offentliggjøres straks de er godkjent av styret. Selskapets delårsrapport for 3. kvartal 2001 ble da også offentliggjort straks den var endelig godkjent av styret.

Det er riktig at styret behandlet delårsrapporten i styremøte 28. oktober 2002 og at planen var å offentliggjøre delårsrapporten før børsåpning 29. oktober 2002. Styrets godkjenning av delårsrapporten var imidlertid betinget av at man innen børsåpning 29. oktober 2002 var kommet til enighet med Selskapets konsernsjef om hans stilling. Det forelå derfor ikke noen endelig godkjenning av delårsrapporten i styremøtet 28. oktober 2002. Det vises i den forbindelse også til pkt 2 i GODs brev til Oslo Børs den 6. november 2001. Bakgrunnen for at styret tok dette forbeholdet var at styret mente det ville være riktig å inkludere informasjon i delårsrapporten om de mulig økonomiske konsekvensene for Selskapet, dersom man ikke kom til enighet med Selskapets konsernsjef.

Da det så like før børsåpning 29. oktober 2002 viste seg at man ikke hadde kommet frem til enighet med selskapets konsernsjef, ble man enige om at utsette den endelige behandlingen av delårsrapporten til 30. oktober 2002 etter at det var avholdt et møte med konsernsjefen. Styret håpet da å være kommet til enighet med Selskapets konsernsjef, hvis ikke vurderte Selskapet det slik at man ville måtte redegjøre for situasjonen og si noe om de mulige økonomiske konsekvensene for Selskapet.

For å være på den sikre siden tok imidlertid styrets formann kontakt med Oslo Børs så raskt som praktisk mulig 29. oktober 2002 for å diskutere situasjonen. Styrets formann ser at han i ettertid kunne uttrykt seg klarere i sin telefonsamtale med Oslo Børs, men ber om forståelse for at han i en stresset situasjon ikke var mer presis. Oslo Børs gav i telefonsamtalen uttrykk for en annen forståelse enn den Selskapet hadde lagt til grunn og rådet selskapet til umiddelbart å offentliggjøre delårsrapporten. GOD rettet seg lojalt etter dette rådet og delårsrapporten ble offentliggjort så raskt som praktisk mulig etter dette. Fordi man fortsatt hadde et håp om å komme til enighet med Selskapets konsernsjef i møtet 30. oktober 2002, og fordi Oslo Børs gav uttrykk for at det ikke var nødvendig å innta informasjon knyttet til konsernsjefens stilling i delårsrapporten, ble det ikke inntatt informasjon om dette i den delårsrapporten som ble offentliggjort 29. oktober 2002.

Det fremgår av hva som er sagt ovenfor at GOD er av den oppfatning at det ikke foreligger noe brudd på informasjonsplikten. Delårsrapporten var som vist til ovenfor ikke ferdigbehandlet i styremøtet 28. oktober 2002. Endelig godkjenning forelå først 29. oktober 2002 etter at Selskapet ble oppfordret av Oslo Børs til umiddelbart å offentliggjøre delårsrapporten. Selskapet ser i ettertid at det kan ha vært en feilvurdering å gjøre godkjenningen av delårsrapporten 28. oktober 2002 betinget av man var kommet til enighet med konsernsjefen, men vil likevel påpeke at dette ikke endrer det faktum at det ikke forelå noen endelig godkjenning 28. oktober 2002 og at informasjonsplikt først inntreffer når slik godkjenning foreligger.

Selskapet finner også grunn til å påpeke at Selskapet har vært svært opptatt av å gi markedet riktig informasjon og at dette er bakgrunnen for at fremleggelsen av delårsrapporten ble fremskyndet. Da man 29. oktober 2002 kom i en situasjon som etter Selskapets vurdering nødvendiggjorde en ny behandling av delårsrapporten og en utsettelse med offentliggjøring tok Selskapet så raskt som praktisk mulig kontakt med Oslo Børs for å forsikre seg om at Oslo Børs delte Selskapets syn. Da det viste seg at Oslo Børs ikke delte selskapets syn, tok selskapet Oslo Børs' s råd lojalt til etterretning og offentliggjorde delårsrapporten så raskt som praktisk mulig.

## 6. Børsens bemerkninger

Delårsrapporter skal offentliggjøres straks de er vedtatt av selskapets styre. Spørsmålet i denne saken er når delårsrapporten må anses å ha blitt vedtatt. Normalt vil vedtakelse av et forhold og styremøtets avslutning falle så nært i tid at selskapets informasjonsplikt i praksis er oppfylt dersom melding sendes straks etter at styremøtet er avsluttet. Avstand i tid tilsier imidlertid at informasjonsplikten må vurderes konkret for hver enkelt sak som behandles på styremøtet. Dette kan blant annet være praktisk i forbindelse med fremleggelse av delårsrapporter etter børsforskriften § 6-2 annet ledd.

GOD har anført at Selskapet ønsket å avklare enkelte elementer knyttet til konsernsjefens stilling før delårsrapporten ble offentliggjort, og det er opplyst at dette først ble avklart siste dag av styremøtet som ble avsluttet den 29. oktober 2001 kl. 13.00.

Delårsrapporten som ble offentliggjort den 29. oktober 2001 kl 13.20 inneholdt imidlertid ingen kommentarer om konsernsjefens stilling. Børsmelding om at konsernsjefen skulle fratre ble offentliggjort først den 31. oktober 2001 kl. 10.00. Videre ble delårsrapporten offentliggjort kort tid etter telefonsamtalen med børsen. Dette underbygger opplysningene gitt i telefonsamtalen om at det ikke ville bli foretatt noen endringer med hensyn til regnskapstallene. Børsen kan uansett ikke se at forholdet rundt konsernsjefen skulle medføre at informasjonsplikt først inntrådte den 29. oktober 2001. Som nevnt kan ikke et børsnotert selskap utsette informasjonsplikten bare fordi selskapet ønsker å inkludere et annet forhold som foreløpig ikke er fullstendig avklart.

Det bemerkes også at Selskapets anførsel i brevet av 6. november 2001 om at det var klart at styremøtet måtte forlenges rett før kl. 10.00 mandag den 29. oktober 2001, og at møtet ble endelig avsluttet samme dag kl 13.00, avviker fra de opplysninger styreformann Nordby ga Oslo Børs på telefon samme dag ca kl 12.30. Det fremgikk ikke av samtalen at det pågikk et styremøte parallelt med at styreformannen samtalte med Oslo Børs. Styreformannen opplyste at styremøtet var blitt forlenget til kveldstid den 30. oktober 2001, og at det således var å anse som fortsatt pågående. Børsen ble deretter forespurt om forlengelse av styremøtet den 28. oktober 2001 kunne være et mulig alternativ til løsning på situasjonen. Dette strider mot Selskapets anførsel om at det var klart at styremøtet måtte forlenges rett før kl. 10.00 mandag den 29. oktober 2001.

Oslo Børs har imidlertid ikke tatt stilling til de motstridende opplysningene da forholdet under enhver omstendighet ikke får noen rettslig betydning. Uavhengig av uklarhetene rundt tidspunktene for forlengelsen og avslutningen av styremøtet, er det børsens oppfatning at delårsrapporten for tredje kvartal ble behandlet og vedtatt av styret søndag 28. oktober 2001, og dermed skulle vært offentliggjort innen børsens åpning påfølgende dag. Etter børsens syn har dermed selskapet brutt børsforskriften § 6-3 om at delårsrapporter skal sendes børsen straks de er vedtatt av styret.

## 7. Sanksjonsspørsmålet

Oslo Børs er av den oppfatning at GOD har overtrådt bestemmelsen i børsforskriften § 6-3 ved ikke å sende delårsrapporten til børsen straks etter at den ble vedtatt i styret den 28. oktober 2001. Oslo Børs anser forholdet såpass alvorlig at reaksjon i form av et overtredelsesgebyr bør ilegges Selskapet, jfr børsforskriften § 25-5 første ledd.

Oslo Børs har ved avgjørelsen lagt vekt på at Selskapet har brutt en sentral bestemmelse i børsregelverket. Det bemerkes at delårsrapportering representerer en av de viktigste informasjonskildene ved vurdering av børsnoterte selskapers aksjer. Hyppig og rettidig offentliggjøring av finansiell informasjon er nødvendig for å sikre et effektivt og velfungerende verdipapirmarked. En slik form for løpende rapportering er i stor grad avgjørende for å sikre riktig prising av verdipapirene. Således vil offentliggjøring av delårsregnskaper ofte påvirke et børsnotert selskaps aksjekurs. Forsinket rapportering kan følgelig medføre at selskapets aksjer blir handlet til feil kurs i tidsrommet fra rapporteringsplikten inntreffer og frem til offentliggjøring av delårsregnskapet faktisk finner sted. Av hensyn til tilliten i børsmarkedet er det derfor viktig med riktig og rettidig delårsrapportering.

For sen offentliggjøring av delårsrapporten for tredje kvartal 2001, medførte at GOD-aksjene ble handlet til for høy kurs etter børsåpning 29. oktober 2001 og frem til ca. kl. 13.10 (da børspause ble innført). Som redegjort for under pkt. 3 over falt aksjekursen med ca. 32,5% etter at GOD offentliggjorde delårsrapporten for tredje kvartal 2001. Ingen andre kjente forhold tilsa en slik kursnedgang den 29. oktober 2001.

Oslo Børs' praksis viser at det er vanlig å ilegge overtredelsesgebyr i saker som omhandler for sen vedtakelse eller offentliggjøring av delårsrapporter. Til tross for noe annet faktum vises det til sak 2/99 Noral ASA (børsklagenemden), 5/00 Steen & Strøm ASA (børsklagenemden) og 54/00 Storebrand ASA (børsstyret). Noral ASA ble ilagt gebyr på 5 ganger kursnoteringsavgiften, mens Steen & Strøm ASA og Storebrand ASA ble ilagt et gebyr på 1 ganger kursnoteringsavgiften.

Oslo Børs finner etter en samlet vurdering å foreslå at overtredelsesgebyret settes til 1 gang kursnoteringsavgiften, hvilket utgjør NOK 100.000.

## 8 Vedtak

Børsstyret vedtok å ilegge Goodtech ASA overtredelsesgebyr tilsvarende 1 -en- gang kursnoteringsavgiften, jf. børsloven § 6-3, jf. børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften § 6-3.

*Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden. Klagefristen er 2 -to- uker.*

### **5.1.3 Kværner ASA – brudd på informasjonsplikten - likviditetskrise (børsstyresak 58/02 av 20.03.02)**

Protokollutskrift fra styremøte i Oslo Børs ASA avholdt 20. mars 2002

## 1 Innledning

Denne saken gjelder spørsmål om Kværner ASA ("Kværner") har brutt børsforskriften § 5-2 første ledd ved å ikke informere markedet om alvorlige likviditetsproblemer og manglende finansielle løsninger i rett tid.

Spørsmålet er generelt relatert til det forhold at den økonomiske situasjonen for Kværner ble vesentlig dårligere i løpet av tredje kvartal 2001, og til enkelte hendelser som

materialiserte seg i denne perioden som i vesentlig grad bidro til at selskapet var i ferd med å måtte innlede gjeldsforhandlinger i september 2001.

Videre er det spørsmål om Kværner har gitt tilstrekkelig informasjon iht. børsloven § 5-7 andre ledd. Ved henvendelse fra selskapet med anmodning om å stanse handelen, ble det ikke gitt fullstendig informasjon om de faktiske forhold.

## 2. Kort om selskapet

Kværner er en internasjonal ledende leverandør av industriell teknologi og ingeniør- og byggetjenester. Konsernets virksomhet er organisert i fire kjerneområder: E&C (Engineering & Construction), Olje og Gass, skipsbygging og Pulp & Paper. Konsernet har ca 35 000 ansatte i 35 land i Europa, Asia og Amerika.

Selskapet hadde en omsetning i 2001 på ca NOK 45,0 milliarder mot ca NOK 54,5 milliarder i 2000. Etter emisjoner på ca 3 milliarder var markedsverdien på selskapet i midten av februar 2002 på ca NOK 4,8 milliarder.

I desember 2001 ble det besluttet å fusjonere Kværners og Aker Maritimes olje- og gassvirksomhet. I etterkant av de hendelsene som er omtalt i denne innstillingen er styret og hoveddelen av ledelsen i selskapet skiftet ut.

## 3. Sakens bakgrunn

Kværner har etter børsens oppfatning deler av sommeren og høsten 2001 hatt en stram og til dels anstrengt likviditet og vært i dialog med sine bankforbindelser for å finne en løsning på de finansielle utfordringene selskapet har stått overfor. Utover års- og delårsrapportering, samt en børsmelding hvor det varsles om svekkede resultater innen E&C, ble det fra Kværner ikke gitt konkret informasjon om den finansielle situasjonen før etter opphør av børspause og suspensjon den 19. september 2001. Spørsmålet er om informasjon om likviditeten og den finansielle situasjonen skulle vært gitt på et tidligere tidspunkt.

Redegjørelsen nedenfor søker først å gi en kort beskrivelse av selskapets finansielle situasjon og den informasjon som ble formidlet til markedet, og i kronologisk rekkefølge å beskrive den faktiske utviklingen fra juni til september 2001.

Kværner har fått nytt styre og mesteparten av ledelsen er skiftet ut siden hendelsene denne saken omhandler. Den redegjørelsen som er mottatt er i det vesentlige basert på opplysninger fra medlemmer av tidligere styre og ledende ansatte.

Oslo Børs ba om en redegjørelse for Kværners finansielle situasjon gjennom 2001 i brev av 25. september 2001. En slik redegjørelse ble oversendt 12. oktober 2001 (vedlegg 1). Videre ble protokoll fra styremøter i 2001 (vedlegg 2) og utvalgt korrespondanse med Kværners långivere (vedlegg 3) etter anmodning oversendt børsen den 9. november 2001. Ytterligere informasjon var påkrevet, jfr. børsens brev av 18. desember 2001, og svarbrev datert 15. januar 2002 (vedlegg 4) fra selskapet. Det ble oversendt tilleggsspørsmål i e-mail, og svar ble mottatt 18. januar 2002 (vedlegg 5). Utkast til innstilling ble oversendt den 7. februar 2002 (vedlegg 6), og svar ble mottatt den 19. februar 2002 (vedlegg 7). Det har også vært avholdt et møte den 15. februar 2002.

### *Bakgrunnen for Kværners økonomiske stilling*

Kværner vokste betydelig i 1990-årene og var et av de største industriselskapene notert ved Oslo Børs. Selskapet hadde betydelige tap i 1998 og 1999. I løpet av de siste par

årene er det foretatt omfattende restruktureringer av virksomheten, noe som blant annet har ført til at selskapets gjeld har blitt kraftig redusert og at selskapet gikk med overskudd i år 2000.

Selskapet leverte et driftsoverskudd på NOK 1,2 milliarder i 2000. I årsrapporten, datert 18. mars 2001, skriver styret om fremtidsutsiktene:

*"Samlet sett er det ventet at den bedring i lønnsomhet som ble skapt i 2000, vil bli ytterligere forsterket i 2001. Kontantstrømmen er ventet å holde seg positiv og netto gjeld ytterligere redusert."*

Til sammenligning var driftsresultatet i 1999 på minus NOK 4,7 milliarder.

Den 24. april la Kværner frem 1. kvartals resultatene. I delårsrapporten informeres det om at netto rentebærende gjeld økte med 0,7 mrd kroner første kvartal, men at for året som helhet var det forventet at konsernets netto rentebærende gjeld ville bli vesentlig redusert, slik trenden hadde vært for konsernet de siste to årene. Driftsresultatet for 1. kvartal viste et overskudd på NOK 261 millioner.

Selskapet opplyste markedet i begynnelsen av 2001 om planer om å splitte selskapet i løpet av 2002. Ett selskap ville videreføre kjernevirksomheten Olje & Gass og E & C, mens øvrig virksomhet ville legges i et eget selskap.

#### *Lånefasiliteter*

En viktig del av Kværners finansiering ved inngangen til 2001, var en langsiktig hovedlånefasilitet på USD 700 millioner (opprinnelig på USD 800 millioner). Øvrig rentebærende gjeld besto av NOK 5,1 milliarder i langsiktige lån og NOK 835 millioner i kortsiktige lån. I mars 2001 sluttførte Kværner forhandlinger om refinansiering av konsernets hovedlånefasilitet, som ble erstattet av en lånefasilitet på USD 450 millioner. Planen var å erstatte den nye lånefasiliteten innen juni 2002. Delingen av selskapet ville da være gjennomført, og langsiktige finansieringsløsninger skulle etter planen være etablert for de to enhetene.

Basert på detaljerte likviditetsprognoser var det selskapets oppfatning at den nye lånefasiliteten på USD 450 millioner ville være tilstrekkelig for selskapets drift. Likviditetsprognosen var basert på følgende forutsetninger:

- Warnow-verftet skulle levere boreriggen Stena Don i juli 2001. Leveringen ville medføre innbetalinger på ca NOK 1 milliard.
- Det nystartede Philadelphia-verftet ville motta sin første ordre i løpet av første halvdel av 2001 med tilhørende forskuddsbetalinger.
- Pulp & Paper-virksomheten ville bli solgt innen utgangen av første halvår. I mai 2001 var dette budsjettert til å gi en positiv likviditetseffekt på NOK 600 millioner.

Ved refinansieringen av denne lånefasiliteten hadde konsernet halvert sin rentebærende gjeld i løpet av to år.

#### *Utviklingen juni-september 2001*

I slutten av juni ble styret og ledelsen orientert om problemene i tilknytning til CalEnergy og Tosco- prosjektene. Konflikt knyttet til ferdigstilling av CalEnergy anlegget i USA, samt svakere markeder for E&C, førte til at styret vedtok å sende en børsmelding etter styremøtet den 4. juli (vedlegg 8). Kværner varslet i denne meldingen at CalEnergy fremsatte et erstatningskrav på USD 65 millioner, samt at spesielt metallsektoren i USA hadde utviklet seg så negativt at det var ventet at dette ville svekke konsernets resultat for 2001. I børsmeldingen ble det opplyst at prosjektet var dekket under Kværners

ansvarsforsikring, og at det var for tidlig å si noe om hvilken innvirkning det ville ha for resultatene i 2001.

Kværner hadde stillet sikkerhet for korrekt levering overfor CalEnergy. Den 13. juli 2001 trakk CalEnergy USD 29,6 millioner på denne garantien. Samtidig var det holdt tilbake innbetalinger på USD 18 millioner. Dette ble ikke opplyst i børsmeldingen.

I juni var det også usikkert om de forutsetningene som lå til grunn for likviditetsprognosen i tilknytning til vurderinger av den nye lånefasiliteten (Stena Don, Philadelphias første kontrakt og salg av Pulp & Paper-virksomheten) ville bli innfridd. Muligheten for opplåning med sikkerhet i Stena Don var ikke hensyntatt i prognosen. Likviditetsprognoser utarbeidet på dette tidspunkt viste en stram men håndterbar likviditet resten av året.

Den 10. juli utarbeidet selskapet reviderte likviditetsprognoser som for første gang viste et kortsiktig, udekket likviditetsbehov i 3. kvartal. Man anså på dette tidspunktet at konsernet hadde behov for NOK 1 – 1,5 milliard i tilleggsfinansiering for å dekke likviditetsbehovet i denne perioden. Kværner tok umiddelbart kontakt med ABN Amro og DnB for å etablere en bro-finansiering. Det ble forhandlet om en bro-finansiering på USD 200 mill. Planen var at lånet senere skulle refinansieres gjennom en etterfølgende utstedelse av high yield bonds i det amerikanske markedet. Kværner hadde vært i kontakt med banken om lignende finansiering tidligere, da var imidlertid forhandlingene relatert til den refinansiering som var planlagt etter at selskapet var splittet.

I perioden mellom 19. juli og 3. august 2001 foretok Kværner betydelig overtrekk på selskapets kassakreditt i DnB. Forhandlingene med bankene hadde ikke gått fort nok for å unngå dette. For å dekke det likviditetsbehovet som hadde ledet til overtrekkene, ble det inngått avtale med DnB om et kortsiktig lån på NOK 1 milliard med pantesikkerhet i boreriggen Stena Don. Lånet ble utbetalt 6. august. Det var en betingelse for lånet fra DnB at selskapet igangsatte arbeidet med å skaffe ytterligere langsiktig subordinert lånefinansiering på minst USD 250 millioner, eller annen subordinert kapital eller egenkapital akseptabel for banken. Kværner anså at dette vilkåret var oppfylt ved de påbegynte forhandlinger med ABN Amro.

Den 15. august ble det innkalt til ekstraordinært styremøte for å informere om de foreløpige resultatene for 2. kvartal, oppdatert prognose for 2001, samt den finansielle situasjonen generelt. Formålet var videre å diskutere tiltak som var iverksatt samt å utarbeide en langsiktig finansieringsplan. Dette ble fulgt opp gjennom etableringen av et eget finansutvalg i styret. Videre ble det informert om DnBs krav i forbindelse med lånet på 1 milliard om å iverksettes tiltak for å etablere en langsiktig finansieringsløsning eller en emisjon i størrelsen USD 250 millioner. De oppdaterte prognoser som ble presentert for året viste at selskapet ville få betydelig dårligere resultater enn budsjettet, og en sterk forverring av både resultat- og gjeldssituasjonen enn det som lå til grunn ved inngåelse av konsernets hovedlånefasilitet på USD 450 millioner i mars 2001.

Til tross for lånet på NOK 1 milliard fra DnB med pantesikkerhet i Stena Don, ville ikke selskapet ha tilstrekkelig likviditet i september, oktober og november. Av referatet fra styremøtet fremgår det at likviditetssituasjonen på dette tidspunkt var gått fra å være akseptabel til meget utfordrende, selv om finansieringen av 1 milliard med sikkerhet i riggen var et viktig tiltak for å reetablere nødvendig kortsiktig likviditet. Selskapet hadde fortløpende kontakt med bankene i denne perioden.

Styret erkjente at de foreløpige resultatene for 2. kvartal var skuffende og at lønnsomheten trolig ville forbli relativt svak resten av året. Kombinert med den negative utviklingen i kontantstrømmen sammenlignet med budsjett, ble det konstatert at denne situasjonen ville gi styret betydelige utfordringer i de kommende månedene. Etter Kværners oppfatning var det god fremdrift i forhandlingene med ABN Amro herunder muligheten for å få innvilget nødvendige lån.

I styremøtet den 21. august ble det fastslått at selskapet fremdeles hadde en anstrengt likviditet og at det var påkrevet med ny finansiering i løpet av de neste ukene. Styret understrekte nødvendigheten av en langsiktig løsning. Videre godkjente styret et "term-sheet" på et lån på USD 200 millioner fra ABN Amro. Lånet skulle vurderes og eventuelt godkjennes i bankens kredittkomité den 12. september.

Dagen etter, den 22. august presenterte Kværner sine 2. kvartals tall hvor likviditetssituasjonen omtales:

*"Netto arbeidskapital utgjorde ved utgangen av andre kvartal 1,5 milliarder kroner, sammenliknet med 2,1 milliarder kroner ved utgangen av foregående kvartal. Kontantstrømmen for kvartalet før finansiering var positiv med 534 millioner kroner. Netto rentebærende gjeld vil øke igjen i andre halvår, først og fremst på grunn av økning av arbeidskapitalen i E&C. Styret arbeider med en finansieringsplan som har som mål at eksisterende lån skal erstattes med mer langsiktige finansieringsordninger og bedre finansieringen av arbeidskapitalen."*

Både i medier og under presentasjonen av delårsresultatene ble det stilt spørsmål ved selskapets finansielle situasjon.

#### *Forholdet til bankene*

Kværner har konsernkontoordning med sin norske hovedbankforbindelse DnB. Etter at samtalene med bankene begynte i midten av juli, var det flere hendelser som bidro til og forsterket den anstrengte likviditeten. For det første ble ikke lån innvilget fort nok. ABN Amro krevde en finansiell due diligence som tok tid, og samtalene med DnB gikk også tregt. Det medførte at kassakreditten i DnB ble betydelig overtrukket i juli- august. Det medførte igjen at riggen Stena Don måtte stilles som sikkerhet for å dekke inn overtrekket og for å få hovedbankforbindelsen til å gå med på ytterligere finansiering. I slutten av juli var det et overtrekk på det meste på NOK 557 millioner som ble dekket inn med den lånefasilitet som ble innvilget mot sikkerhet i riggen Stena Don. Kværner mente selv at disse overtrekkene ikke falt utenfor rammene for avtalen mellom Kværner og DnB.

ABN Amro er også en av selskapets hovedbankforbindelser. I begynnelsen av juli ble det etablert kontakt for å få på plass en ny brofinansiering, ref ovenfor. I den forbindelse ble det også krevd en finansiell due diligence av selskapet. Den 30. august ble det avholdt et møte hvor den finansielle due diligencen ble gjennomgått. Det ble i møtet klart gitt uttrykk for at ABN Amro ville avgi en positiv innstilling til kredittkomiteen som ville foreta den endelige vurderingen.

Det var imidlertid nødvendig å utarbeide en "financial model" av selskapets virksomhet, noe som finansavdelingen i Kværner stilte spørsmål ved. Det ville forlenge prosessen og en eventuell utbetaling av lånet. I den forbindelse svarer ABN Amro (e-mail datert 31. august til tidligere CFO John Charlton fra Justin Cliffe i ABN Amro):

*"This risk has been increased in that when we first began discussions on the bridge/bond, we had anticipated that the bridge would only be held for a matter of a couple of months (ie September/October) and clearly, in the current uncertain economic market, the longer we hold on to the bridge, the greater the risks are that we incur - hence the need for the detailed analysis.*

*These challenges are compounded by the fact that, back in February, we presented Credit Committee with a set of financial projections for Kvaerner with which they got themselves comfortable. We will now be going back to them with a revised set, which shows, inter alia, that the net interest bearing items position at the end of the year is forecast to have deteriorated from NOK 3,217 mln to NOK*

*6,191 mln (with comparable deterioration for 2002 and 2003) which requires considerable explanation and justification. Clearly Credit Committee will question whether the net debt position will deteriorate any further. I should also add that our initial comments in the receptiveness of the high yield markets to an issue by Kvaerner were also based on the Feb 01 projections. Whilst we still strongly believe that an issue can be done successfully (particularly if this can be as part of the "demerger story" we discussed yesterday), there are still a number of hurdles to be overcome – and people to be convinced that this is indeed the case.*

*Finally, and as also previously mentioned, we are seeking approval for USD 200 mln (NOK 1,800 mln) bridge facility, a substantial sum in itself, particularly when it is subordinated to approx NOK 9 bln of senior debt. You will therefore appreciate that we are required to conduct an in-depth due diligence and analytical exercise, something I am sure that Kvaerner's Board would require to be undertaken for something comparable."*

Kvæerner hadde jevnlig kontakt med ABN Amro, og følte seg sikre på at lånet ville innvilges. Bla. uttales i kommentarene til innstillingen (vedlegg 7):

*"Kjell Almskog kontaktet Justin Cliffe i ABN på nytt den 6. september for å bli oppdatert på saksbehandlingen internt i ABN, og også diskutere DnBs anbefaling om å innkalle Kværners øvrige hovedbankforbindelser for det tilfellet at ABN likevel ikke ville innvilge lånesøknaden. I denne samtalen gjorde Cliffe det klart at dette var unødvendig, fordi han var trygg på at lånesøknaden ville bli innvilget."*

DnB gjennomførte også en omfattende due diligence i Kvæerner i løpet av august og begynnelsen av september, og var inneforstått med selskapets kapitalbehov. I brev av 31. august til konsernsjefen i Kvæerner vedrørende det mulige lånet fra ABN Amro fremkommer blant annet (vedlegg 3):

*"This facility is critical to Kværners liquidity going forward, and should ABN Amro not approve the bridge facility, we see no other alternative that Kvæerner subsequently and immediately must ask a group of its closest bank relationships to rapidly provide the company with an adequate emergency liquidity bridge facility.*

*We believe therefore that it is crucial that Kvæerner now plans for the adverse scenario situation that the ABN Amro bridge facility will not be approved, and starts actively preparing the information needed and the rationale for an alternative bank bridge facility."*

Til tross for forsikringer fra ABN Amro, kontaktet Kvæerner andre banker. Det ble innkalt til møte den 13. september for det tilfelle at lånesøknaden til ABN Amro skulle bli avslått. Det ble i den forbindelse utarbeidet presentasjonsmateriale med et konkret forslag til løsning. I tillegg hadde selskapet jevnlig kontakt med DnB. Når det gjelder forholdet til bankene, skriver selskapet (vedlegg 7):

*"Kvæerner, dels representert ved konsernsjefen og dels ved medlemmer av styrets Finansutvalg, hadde i perioden før avslaget fra ABN også jevnlig kontakt med DnB for å diskutere en alternativ finansiering dersom ABN mot formodning skulle avslå lånesøknaden. I denne forbindelse hadde representantene for Kvæerner et bestemt inntrykk av at DnB og de andre hovedbankforbindelsene ville stille opp i et slikt scenario. Dette var for øvrig også en del av bakgrunnen for DnBs anbefaling i brevet 31. august om å innkalle de andre bankene. "*

Den 12. september sender DnB`s konsernsjef brev til styreformannen i Kvæerner der han blant annet skriver følgende om situasjonen hvis ABN Amros kredittkomité skulle avslå lånesøknaden (vedlegg 3):



*"In our meeting on 11. September 2001 we emphasised that the adverse financial situation of Kværner ASA is not satisfactory. We furthermore pointed out the possibility, in the hands of the board of directors, to call for a general assembly and put forward to its shareholders appropriate proposals. In our evaluation we believe that Kværner ASA`s only option, in an adverse scenario, is to immediately request for a satisfactory capital contribution."*

Lånedokumentasjonen i forbindelse med lånet fra ABN Amro var klart til undertegning den 11. september, dog betinget av endelig godkjenning i bankens kredittkomité. På kvelden den 12. september fikk selskapet beskjed om at ABN Amros kredittkomité hadde avslått lånesøknaden på USD 200 mill, og ville bare delta med USD 50 mill mot sikkerhet (eller USD 25 mill uten) i en samlet brofinansiering på USD 100 mill, og bare under den forutsetning at banken oppnådde tilfredstillende syndikering av lånet blant andre finansinstitusjoner. Kværner er av den oppfatning at resultatet hadde blitt et annet dersom ikke møtet i kredittkomitéen hadde vært umiddelbart etter terrorangrepene i USA.

Pr 12. september viste likviditetsprognoser utarbeidet av selskapets finansavdeling at selskapet ville være illikvid uken etter.

#### *Perioden 13.-19. september*

Torsdag 13. september arrangerte Kværner et møte med selskapets viktigste bankforbindelser og informerte om den oppståtte likviditetssituasjonen samt selskapets plan for løsning av denne. Kværner ba om et kortsiktig lån på NOK 1 mrd med utbetaling den 17. september, samt et ytterligere kortsiktig lån på NOK 2 mrd som skulle utbetales fra midten av oktober. Hensikten var å få tilbakebetalt dette i forbindelse den planlagte oppsplittingen av selskapet.

Den 14. september ble det avholdt styremøte for å diskutere den akutte likviditetssituasjonen og det ble redegjort for møtet med bankene. Av styrereferatet fremgår at de akutte likviditetsproblemer i verste fall kunne medføre at selskapet måtte innlede gjeldsforhandlinger hvis ikke bankene innvilget lån. Basert på gjennomført due diligence, anså bankene at det var behov for mellom 4 og 6 milliarder kroner ved emisjon på sikt. Det fremgår imidlertid av referatet at (vedlegg 2):

*"The Board was informed that in the Management's opinion it was good reason to believe that the banks would be supportive to this request, provided that the Board supported the plan for a split of the Group and the provisions of new equity which had been presented to the banks. DnB and ABN Amro had already indicated their support."*

Selskapet fant på denne bakgrunn ikke grunn til å informere Oslo Børs om situasjonen.

Styret tok til etterretning at flere banker uttalte at de måtte sørge for en "fall back" løsning dersom bankene ikke innvilget nødvendig lån. Styret var dessuten inneforstått og enig i bankenes krav om en alternativ løsning ettersom selskapet trengte mer enn det som det var søkt i lånebeløp. Ledelsen ble derfor bedt om å vurdere gjennomføringen av en fortrinnsrettsemisjon i det eksisterende Kværner og et eventuelt salg av kjernevirksomhet. Ledelsen og styreformannen ble gitt vide fullmakter til å inngå låneavtale til "the best achievable terms". Generelt sett var det optimisme med hensyn til mulighetene for å få de nødvendige lån, og verken styret eller ledelsen fryktet for at det verst tenkelige tilfellet ville inntreffe.

I løpet av helgen 15.-16. september fikk selskapet tilbakemelding fra Barclays Bank og Nova Scotia om at de ikke ønsket å delta i syndikeringen av lånene.

I møtet med DnB mandag 17. september om morgenen signaliserte banken at finansieringen sannsynligvis ville gå i orden, men at det ville lette behandlingen dersom man samtidig vedtok en umiddelbar emisjon i Kværner. Det ble kalt inn til styremøte og de største eierne, AMA og Folketrygdfondet ble kontaktet for å bli orientert om situasjonen generelt og bankens ønske om emisjon.

#### *Informasjon til børsen*

Mandag morgen 17. september kl 09.30 kontaktet børsen Kværner på bakgrunn av en artikkel i Finansavisen lørdag 15. september hvor det sto at Kværner jobbet med en emisjon (vedlegg 9). Selskapet avkreftet i denne samtalen opplysningene i Finansavisen. Det ble gitt informasjon om at selskapet var i diskusjoner med flere banker om finansieringsløsninger, men at det var uklart hva løsningen ble. Den meget anstrengte likviditeten ble ikke nevnt.

I Kværners styremøte som begynte kl 13.00 var det enighet om å kontakte børsen og be om suspensjon av aksjen. Konsernsjefen ringte til børsdirektøren og informerte om styrets vurderinger om å gjennomføre en emisjon og en oppsplitting av selskapet (vedlegg 10). Beslutningen var koblet til en pågående diskusjon vedrørende langsiktig finansiering. Det var forventet en avgjørelse senere samme dag.

Børsen stilte spørsmål ved hvor mange som kjente til de vurderingene som styret foretok. Det var kun selskapets styre og selskapets rådgiver. Selskapet hadde også vært i kontakt med sine to største aksjonærer, Aker Maritime v/Kjell Inge Røkke og Folketrygdfondet. Begge hadde undertegnet erklæringer om taushetsplikt og handleforbud. Det ble spurt om Kværner hadde noen indikasjoner på lekkasje fra den prosessen de nå var inne i, noe som ble besvart benektende.

Basert på de opplysninger børsen fikk fra selskapet, var det børsens oppfatning at suspensjon ikke var korrekt virkemiddel. Ettersom styret ikke hadde besluttet emisjon eller oppsplitting, var det usikkert om informasjonsplikt, og dermed vilkårene for suspensjon, forelå. Normalt benyttes suspensjon kun dersom man med sikkerhet kan fastslå at kursen i markedet er feil. Lekkasjefaren ble også ansett for å være liten. Kl 14.03 ble det i stedet besluttet å innføre børs pause i påvente av endelig beslutning og melding fra selskapet. Denne børs pausen varte ut dagen.

Beslutningen om å innføre børs pause vektla det faktum at styret i Kværner etter børsens inntrykk var svært nær en beslutning om fortrinnsrettsemisjon og oppsplitting, en viss fare for lekkasje og risikoen for ulik informasjon i markedet. Likviditetssituasjonen i selskapet var ikke nevnt i samtalene, og heller ikke en del av vurderingsgrunnlaget for børsens beslutninger.

Dagen etter - tirsdag 18. september – ba konsernsjefen og styreformannen i Kværner om et møte med børsdirektøren. I møtet ble det gitt informasjon om at selskapet måtte søke gjeldsforhandlinger dersom man ikke fikk innvilget nødvendige lån i løpet av kort tid. Selskapet hadde behov for ro inntil en løsning med bankene forelå og aksjene ble derfor suspendert. Onsdag 19. september ble aksjene tatt opp til notering igjen etter melding om vedtatt emisjon, mulige endringer i styret, samt at konsernsjefen ville fratru (vedlegg 11).

#### 4. Kursutvikling

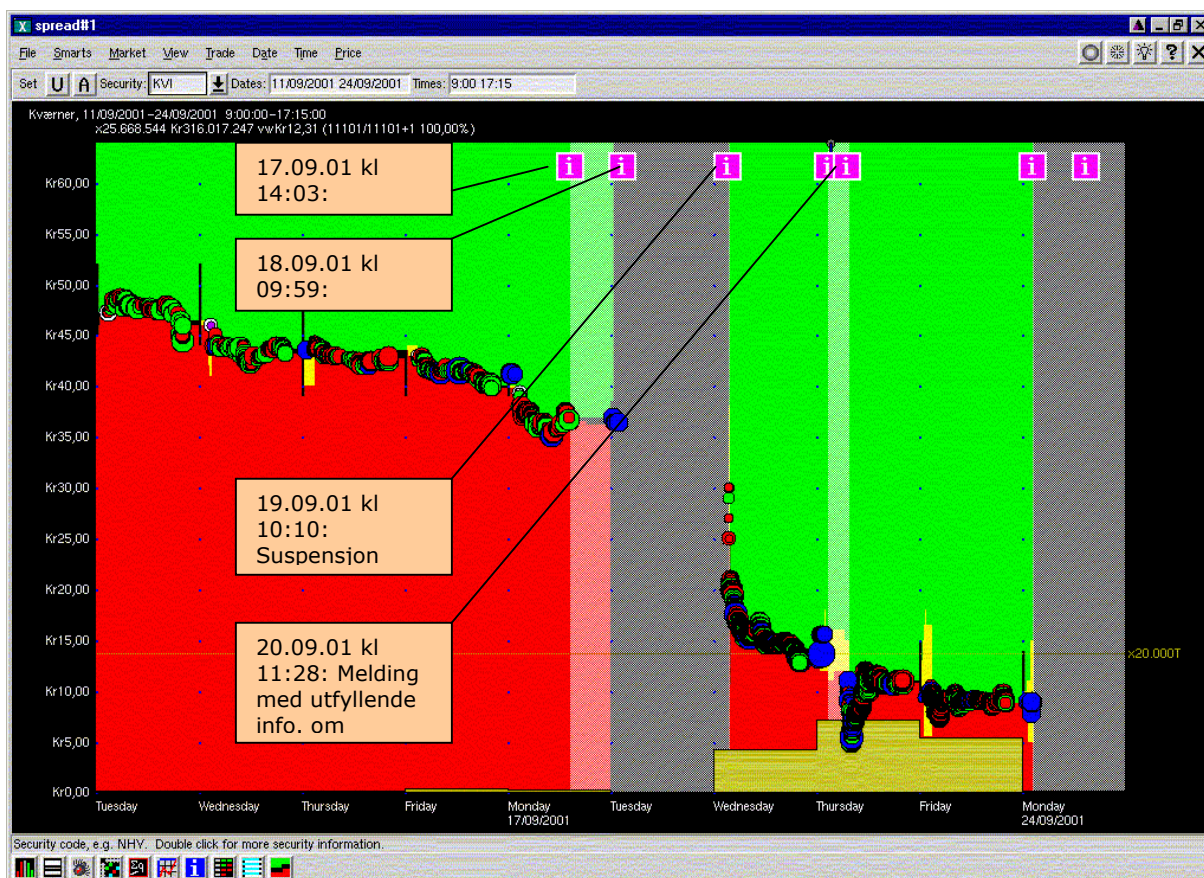
Kværner aksjen har utviklet seg negativt over en lang periode. Fra 15. juni til 17. september falt kursen fra NOK 57,71 til NOK 36,90 dvs ca 36%.

Børsen ble først varslet om emisjonsplanene litt før kl 14.00 mandag den 17. september. Det ble innført børs pause i aksjen ut mandagen, og aksjen ble deretter suspendert før børsåpning tirsdag 18. september. Noen minutter etter at børsen hadde åpnet onsdag

19. september, sendte selskapet en melding om en foreslått emisjon og at det var innvilget kortsiktige lån på NOK 900 millioner (vedlegg 11). Da aksjen ble tatt opp igjen til notering kort tid etter, falt kursen umiddelbart til ca NOK 20 og fortsatte å falle utover dagen. Sluttkurs denne onsdagen var NOK 12,80. På en dag falt altså aksjen fra NOK 36,90 til NOK 12,80 tilsvarende et fall på 65,3 %.

Den 20. september sendte selskapet en ny melding der de presiserte meldingen fra dagen før, og opplyste at de jobbet med et garantikonsortium for en fortrinnsrettsemisjon (vedlegg 12). Kursen falt da på noen minutter til NOK 5. Aksjen tok seg opp igjen utover dagen og stabilisert seg på NOK 10-12 i perioden deretter.

Nedenfor er inntatt utskrift fra overvåkningssystemet "Smarts" som viser kursutvikling, børspauser, og suspensjonsperioder i perioden 11. september til 24. september 2001:



## 5. Brudd på informasjonsplikten

### 5.1 Rettslig utgangspunkt

Regler om informasjonsplikt følger av børsloven av § 5-7 første ledd, hvor det heter:

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

Nærmere regler om informasjonspliktens innhold følger av børsforskriften kapittel 5 og 6. Den generelle hovedregelen om informasjonspliktens innhold er gitt i børsforskriften § 5-2 første ledd:

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

Etter børsforskriften § 23-2 første ledd skal opplysninger som nevnt i § 5-2 offentliggjøres i børsens informasjonssystem.

## 5.2 Selskapets anførsler

Kværner har i sin argumentasjon påpekt at beskrivelsen i den foreløpige innstillingen som ble oversendt selskapet, ikke er beskrivende for den faktiske situasjonen. Selskapet oppfatter dessuten situasjonen overfor bankene mye mer positivt enn det gis uttrykk for. Børsen må også vurdere forholdene slik de fortonte seg på det tidspunkt – og ikke med kunnskap om hva som faktisk skjedde i ettertid. En rekke av de problemene Kværner møtte senere skyldes omstendigheter etter den 17. september.

Selskapet har for det første påpekt at vurderingen i saken er om Kværner rettidig har gitt informasjon om selskapets finansielle stilling. Det avgjørende for informasjonsplikten etter avslaget på lånesøknaden, er om det var grunn til å tro at likviditetsbehovet ville bli sikret tross avslaget. Spørsmålet om informasjonsplikt er derfor relatert til hvilken sannsynlighet det var for å etablere en alternativ finansieringsløsning til lånet fra ABN Amro.

Når det gjelder de faktiske omstendigheter har selskapet påpekt at det ikke var utsatt for et sammenhengende press fra bankene for å skaffe mer egenkapital eller lån gjennom hele 2001. Kravet om emisjon kom først den 17. september. Likviditetsproblemene oppstod først i tredje kvartal, og var ikke et forhold som var gjennomgående for 2001. I et selskap som Kværner vil det alltid være likviditetssvingninger. Det er derfor galt når børsen anfører at selskapet ikke ga tilstrekkelig konkret eller realistisk informasjon om selskapets finansielle stilling.

Den 10. juli ble det for første gang avdekket et udekket likviditetsbehov. Selskapet tok da umiddelbart kontakt med sine bankforbindelser. Selskapets styre forholdt seg dessuten meget aktivt til denne situasjonen, og i styremøtet den 15. august ble det foreslått opprettet et eget finansutvalg i styret som skulle følge opp den finansielle situasjonen og sørge for langsiktig løsninger. Det var på dette tidspunkt også god fremdrift i forhandlingene med DnB, og riggfinansieringen var et viktig tiltak i relasjon til den akutte økonomiske situasjonen i juli- august.

På denne bakgrunn er selskapet av den oppfatning at drøftelser og beslutninger i styret den 15. august ikke foranlediget noen børsmelding slik børsens innstilling ser ut til å konkludere med.

Når det gjelder forholdet til bankene, er ikke beskrivelsen dekkende for de signaler Kværner mottok. Både DnB og ABN Amro var positive og ga signaler om at finansieringen ville gå i orden også etter avslaget den 12. september. Det er derfor galt når børsen legger til grunn at bankene ikke delte selskapets optimisme. Kværner fulgte også opp rådet fra DnB om å tilrettelegge for det tilfellet at ABN Amro ikke innvilget lånet, og det ble derfor utarbeidet materiale og innkalt til et møte med flere banker den 13. september.

Etter selskapets oppfatning er dessuten børsens innstilling for mye fokusert på et “worst case scenario”. Dette var ikke det mest sannsynlige utfallet for selskapet under prosessen, men viste seg i ettertid å bli det endelige utfall. Børsen må imidlertid legge til

grunn den oppfatning som selskapet hadde i denne perioden. At selskapet tok høyde for det verst tenkelige tilfellet er ikke ensbetydende med at man trodde det ville bli utfallet.

Videre anføres at problemene som oppstod etter 17. september ble forsterket av usikkerheten som oppstod i forhold til leverandører, kunder mv. etter melding om emisjon. I tillegg brukte bankene lang tid på å yte de nødvendige lån.

Når det gjelder den rettslige vurderingen, anfører selskapet at den relevante problemstilling er om avslaget fra ABN Amro utløste informasjonsplikt. Dersom det var grunn til å tro at Kværners likviditetssituasjon ville bli sikret til tross for avslaget, er det ikke grunnlag for å anføre at avslaget er skjæringspunktet for når informasjonsplikten inntrådte. I den sammenheng er det avgjørende å vurdere situasjonen slik den fremstod på det tidspunkt, og ikke basert på kunnskap om den senere utviklingen av situasjonen. Selskapet har i sin tilbakemelding vist til at ledelsen var svært optimistiske med hensyn til muligheten for å få lån, selv etter avslaget fra ABN Amro den 12. september.

Børsen har feilaktig lagt til grunn at det var nærliggende med en emisjon til lav kurs eller innledning av gjeldsforhandlinger den 12. september. På dette tidspunkt var det tvert imot fremdeles nærliggende at likviditetsproblemet ville bli dekket ved en brofinansiering. Kværner uttaler i den forbindelse (vedlegg 7):

*“Disse grunnleggende premisene i innstillingen harmonerer dårlig med de faktiske forhold på det aktuelle tidspunkt. Det var, også etter avslaget fra ABN, fortsatt overveiende sannsynlig at Kværners likviditetsbehov i andre halvår 2001 ville bli dekket gjennom en brofinansiering fra selskapets hovedbankforbindelser og at man ville unngå den likviditetskrisen konsernet senere opplevde. Det var flere forhold som lå til grunn for denne vurderingen. Vi vil utdype disse nærmere nedenfor.”*

For det første hadde ABN Amro allerede sagt seg villig til å bidra i et syndikert lån med USD 50 millioner mot sikkerhet (eller USD 25 millioner uten sikkerhet). For det andre var årsaken til avslaget fra ABN Amro manglende tro på at det var mulig å plassere lånet som et “high yield bond” i det amerikanske markedet – og ikke en manglende tiltro til mulighet for å etablere et syndikert lån for Kværner generelt. Til slutt er det tydelig at heller ikke Kværners ledelse anså forholdene som prekære ettersom det først ble innkalt til nytt styremøte den 14. september og ikke umiddelbart etter avslaget.

Kværner hadde dessuten et konkret forslag til løsning på en brofinansiering som ikke forutsatte emisjon. Dette ble presentert for bankene den 13. september, og var etter ledelsens oppfatning et forslag som bankene anså som realistisk. Ettersom det forelå et konkret og realistisk alternativ til ABN Amros lån, anføres at børsens vurderinger er basert på gale premisser. Dette er ett av de avgjørende premisser for børsens vurderinger, og derfor er konklusjonen gal.

Kværner mottok også etter den 13. september en rekke signaler om at det kortsiktige likviditetsbehovet ville bli ordnet. Dette var basert på Kværners eget forslag, og forutsatte ikke emisjon umiddelbart. Dette understrekes av referatene fra styremøtet den 14. september og referat fra Kredittilsynets møter med Almskog og Eriksrud (vedlegg 13). Det er også galt når børsen legger til grunn at bankene ikke delte Kværners optimistiske syn på mulighetene for lån. Det faktum at gjelden var redusert betraktelig de senere årene, økte også mulighetene for å få innvilget lån. Dessuten forventet Kværner netto innbetalinger i fjerde kvartal på 2 milliarder, noe som også ville virke positivt overfor bankene.

Når de gjelder spørsmålet om emisjon, var de eneste diskusjoner selskapet hadde hatt omkring dette før den 17. september relatert til oppsplittingen av selskapet. Det var planlagt langt frem i tid. En emisjon forventet Kværner at ville bli ansett for å være positivt i den konkrete situasjonen ettersom emisjonen var tenkt i det selskapet som

videreførte kjernevirksomheten. Selv den 17. september var DnB fremdeles positive til lån, men mente at en umiddelbar emisjon også ville være nødvendig. I ettertid viste det seg også at lån på 900 millioner ble innvilget den 18. september. Selskapet uttaler følgende om denne situasjonen (vedlegg 7):

*"I forhold til spørsmålet om hvorvidt Kværners optimisme med hensyn til muligheten for å sikre nødvendig finansiering var realistisk basert på de rådende omstendighetene, må det i tillegg legges betydelig vekt på at Kværner også 17. september 2001 mottok positive signaler fra DnB. Det vises i den sammenheng til protokoller fra styremøtet i Kværner samme dag. På dette tidspunkt ble imidlertid Kværner for første gang gjort oppmerksom på at en umiddelbar emisjon i Kværner ASA (i motsetning til senere emisjon i forbindelse med en oppsplitting av konsernet) antagelig var nødvendig for å sikre finansieringen."*

Og videre at:

*"På overnevnte bakgrunn er vi uenige i innstillingens konklusjon om at det ikke forelå noe realistisk alternativ til lånet fra ABN den 12. september 2001. Vi er således også uenige i innstillingens konklusjon om at den emisjon eller innledning av gjeldsforhandlinger allerede på dette tidspunkt var "meget nærliggende". Etter vårt syn er dette snarere en vurdering basert på kunnskap om den senere utviklingen, enn en realistisk vurdering av situasjonen slik den fremsto for Kværner på det aktuelle tidspunkt."*

Selskapet anfører at det først den 17. september kan være spørsmål om informasjonsplikt. Inntil dette tidspunkt hadde selskapet en berettiget forventning om at lån ville innvilges og at det ikke var behov for umiddelbar emisjon. DnB krevde ikke at selskapet hentet inn mer penger ved emisjon, men antok at lån lettere ville innvilges dersom det samtidig ble vedtatt en emisjon. På dette tidspunkt hadde selskapet ikke på plass et garantikonsortium. Selskapet anfører at det må aksepteres at selskapet får noe tid til å diskutere emisjonsbeslutninger med hovedaksjonærene før melding sendes børsen.

### 5.3 Børsens vurdering av informasjonsplikten – børsforskriften § 5-2 første ledd

#### *Generelt*

Vurderingen av om Kværner har overholdt informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2 reiser to spørsmål. Det første er om opplysninger om likviditetsforverringen og Kværners finansielle situasjon var en opplysning som "... må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer". Vurderingstemaet er med andre ord om likviditetsforverringen var kurssensitiv informasjon.

Det andre vurderingstemaet er tidspunktet for når slik informasjonsplikt eventuelt forelå.

Situasjonen må, slik anført av selskapet, vurderes på bakgrunn av forholdene slik de fremsto på det aktuelle tidspunkt. Selskapets kommentarer til beskrivelsen av den faktiske situasjonen er innarbeidet som del av den faktiske beskrivelsen ovenfor. Generelt kan det sies at selskapets bidrag til faktum nyanserer saken noe i forhold til det som var lagt til grunn i forhåndsvarselet.

#### *Var opplysningene kurssensitive?*

Ved vurderingen av om den finansielle situasjonen i Kværner var en kurssensitiv opplysning, må det tas utgangspunkt i hvilken informasjon markedet hadde. I børsmeldingen den 5. juli varslet selskapet om at resultatet ville bli svekket i forhold til det som tidligere var antatt pga. forholdene innen E&C generelt og konflikten mht. CalEnergy. Slik børsen vurderer meldingen, gir den liten informasjon om hvor dårlig

resultatet blir. Dog er det på det rene at slik informasjon neppe forelå på dette tidspunkt for selskapet.

I halvårsrapporten gjentas at E&C området går dårlig, og at det vil svekke resultatet for 2001. Videre sies det at selskapet arbeider med en finansieringsplan og langsiktige finansieringsordninger. Generelt sett var det dårlige tider og Kværner var, som mange andre, preget av dette. På den annen side skapte selskapet forventninger om at resultatene ville bedre seg igjen i løpet av 2002. Det sies verken i halvårsrapporten eller i børsmeldingen noe konkret om likviditeten. Slik børsen vurderer børsmeldingen og halvårsrapporten, signaliseres at Kværner var preget av nedgangstidene men det var ingen kritisk situasjon for selskapet.

Da Kværner ba om at aksjene ble suspendert den 18. september, var forholdene betydelig endret. Selskapet var i en akutt likviditetskrise og måtte hente inn mer kapital enten i form av en emisjon eller ved lån. Alternativt måtte det innledes gjeldsforhandlinger. Opplysninger om selskapets likviditetssituasjon vil ordinært sett ikke ha særlig betydning for virksomheten fordi det ikke påvirker selskapets resultat eller kontantstrøm. Først når finansieringen utgjør en vesentlig risiko, blir dette av vesentlig interesse for markedet. Generelt sett vil opplysninger om at et selskap har så dårlig likviditet at umiddelbar emisjon eller opptak av lån er påkrevet, være kurssensitiv informasjon. Særlig gjelder det når likviditetssituasjonen er så prekær at gjeldsforhandlinger er et nærliggende alternativ. Selskapet hadde også fått avslag på en lånesøknad – et lån som var helt nødvendig og som ville reddet likviditetssituasjonen. Riktignok var selskapet umiddelbart etter avslaget i dialog med flere banker som fremdeles var positive til å bidra med lån. Blant annet var ABN Amro villig til å bidra med USD 50 millioner i et syndikert lån og DnB hadde signalisert sin deltagelse.

En manglende løsning av likviditetssituasjonen på meget kort sikt, ville medføre at Kværner hadde vært nødt til å innlede gjeldsforhandlinger. En realistisk mulighet for et slikt utfall vil i seg selv være meget kurssensitivt all den stund markedet har grunn til å forvente at selskapet er levedyktig. Kurssensitiviteten i opplysningene om Kværners finansielle situasjon underbygges ved fallet i kursen på over 65% etter at informasjonen om likviditetssituasjonen ble offentliggjort 19. september. Til sammenligning falt industriindeksen med 3,71% denne dagen og hovedindeksen falt med 3,41%. Selskapet har anført at kursfallet nettopp var forårsaket av at emisjonen ikke var garantert og at brofinansieringen ikke var på plass. Etter børsens oppfatning kan dette ikke isoleres fra det faktum at selskapet var i en likviditetsmessig anstrengt situasjon. Nettopp fordi situasjonen var så prekær var det ikke mulig å sørge for et garantikonsortium eller få på plass brofinansieringen før selskapet måtte sende melding om den finansielle situasjonen. Problemer knyttet til brofinansieringen var også et resultat av selskapets akutte likviditetssituasjon. Dersom problemene ikke hadde vært så akutte, ville det vært mer tid for å få på plass både garanti og lån før opplysningene om den finansielle situasjonen måtte anses for å være informasjonspliktige. På denne bakgrunn er børsen av den oppfatning at opplysninger om likviditetssituasjonen var av en slik karakter at de hadde en ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer.

Det er på det rene at behovet for emisjon – dvs. signaler fra DnB om at det ville forenkle prosessen med lån – kom første den 17. september. Problemene mht. likviditeten var imidlertid like reelle i dagene før den 17. september, men selskapet hadde bedre tid til å forhandle og eventuelt etablere garantikonsortium jo lengre det var frem til likviditetskrisen var et faktum. Normalt vil et slikt problem løses før absolutt siste frist – noe som ikke var tilfelle her.

Det forhold at Kværner tidligere kan sies å ha hatt en informasjonspolitikk hvor det sjelden informeres mer enn strengt nødvendig, har redusert investorenes mulighet til å foreta realistiske analyser av for eksempel likviditetssituasjonen. Selskapet får da skjerpet plikt til å oppdatere markedet når risikoen for gjeldsforhandlinger eller sterkt kurspåvirkende emisjon blir så vidt stor. Selskapet kan ikke – når den finansielle

situasjonen er så usikker – basere seg på tidligere informasjonsnivå, men må gi tilstrekkelig og rettidig informasjon.

### *Tidspunkt for informasjonsplikten inntreden*

Det neste spørsmålet er tidspunktet for når informasjonsplikten om Kværners likviditet og finansielle situasjon inntrådte. Det avgjørende spørsmål i denne sammenheng er hvilket tidspunkt forskjellen mellom den informasjon Kværner hadde formidlet til markedet og den faktiske situasjonen var så stor at opplysninger om de faktiske forholdene måtte anses for å være informasjonspliktige.

Det er vanskelig å angi et konkret tidspunkt for når informasjonsplikten inntrådte ettersom forholdene i Kværner gradvis forverret seg. På den ene siden var situasjonen forholdsvis kritisk i slutten av juli/begynnelsen av august. Mye av selskapets problemer skyldtes at området E&C gikk mye dårligere enn forventet. Andre forhold var med på å forsterke den negative situasjonen, som forsinket levering av Stena Don. Problemene knyttet til CalEnergy og Tosco materialiserte seg i midten av juli – da var det klart at bankgarantien ble trukket på og Kværner måtte initiere søksmål. I tillegg var det på dette tidspunkt merkbart at bankene var tilbakeholdne med å innvilge lån selv om signalene var positive. Det førte igjen til at Kværner overtrakk kassakreditten over en periode i juli. DnB krevde også - for å gi lån med sikkerhet i Stena Don – at det ble tilført selskapet ny kapital enten i form av et langsiktig lån eller ved emisjon.

På den annen side var ikke problemene i tilknytning til likviditeten så fremtredende i slutten av juli/begynnelsen av august. Samtalene med bankene var nettopp påbegynt, og tilbakemeldingene var i følge Kværner positive. Videre ble likviditeten ordnet midlertidig med opplåning i Stena Don, og det var fremdeles tid før behovet for ytterligere kapital ville være akutt. Det er derfor ikke grunn til å anta at opplysninger om den finansielle situasjonen på dette tidspunkt var informasjonspliktig.

Den 15. august ble det avholdt et ekstraordinært styremøte. Av styrereferatet fremgår at situasjonen hadde gått fra å være akseptabel til meget utfordrende. På dette tidspunkt var det klart at likviditetssituasjonen var mer anstrengt enn det som var "vanlig", noe også nedsettelsen av finansutvalget i styret bekrefter. Selskapet hadde imidlertid tro på at det ville ordne seg, og det forelå ingen indikasjoner på dette tidspunkt at nødvendige lån ikke ville innvilges. Slik børsen vurderer forholdene, er det ikke umulig at den økonomiske situasjonen var dårligere enn markedet hadde informasjon om. Behovet for kapital var på det tidspunkt ikke prekært. Selskapet hadde både tid til å iverksette prosesser for å avhjelpe fremtidige likviditetsproblemer og hadde også signaler om at det var stor sannsynlighet for at lån ville innvilges fra en av bankforbindelsene. Markedet var dessuten kjent med at selskapet søkte en langsiktig ordning på den finansielle situasjonen. Samtidig må det være rom for at et selskap får tid til å gjennomføre nødvendige tiltak uten å informere. Men når den finansielle situasjonen blir tilstrekkelig akutt, skjerpes plikten til å informere markedet. Etter børsens oppfatning tilsa imidlertid ikke forholdene i midten av august at det forelå informasjonsplikt.

Det neste aktuelle tidspunkt for å vurdere om informasjonsplikt forelå, var den 12. september etter avslaget på lånesøknaden fra ABN Amro. Kværner har anført at selskapet etter dette avslaget hadde realistiske alternativer for lånefinansiering. Både styremøtereferatet fra den 14. september og protokoll fra Kredittilsynets møter med Eriksrud og Almskog, viser at selskapets ledelse var positive til at likviditetsproblemet ville løses før det ble helt akutt. Situasjonen skal også nettopp vurderes slik den fortonte seg på det aktuelle tidspunkt.

ABN Amro var dessuten villig til å delta i et syndikat - noe øvrige banker også var positive til - etter avslaget. Selve avslaget var ikke relatert til Kværner direkte, men til mulighetene for å plassere lånet i det amerikanske markedet. Det er nærliggende å anta at hovedgrunnen til avslaget var den usikkerhet terrorangrepene i USA den 11.



september skapte i finansmarkedet generelt. Først søndag den 16. september var det klart at to av bankene som tidligere hadde indikert sin interesse ikke ville delta i syndikatet. Frem til dette tidspunkt hadde Kværner realistiske forventninger om at likviditetsproblemene ville løses. Emisjon var heller ikke et krav eller alternativ, det ble først diskutert den 17. september. Denne positive innstillingen og indikasjoner på deltagelse i syndikatet, medfører etter Kværners oppfatning at den 12. september ikke var et slikt avgjørende skjæringspunkt for informasjonsplikten.

Børsen er av den oppfatning at informasjonsplikten må vurderes på bakgrunn av en totalvurdering av selskapets situasjon. Det avgjørende er forskjellen mellom det markedet visste og de faktiske forholdene. Selskapets optimisme med hensyn til mulighetene for at likviditetsproblemet ville bli løst, er kun en del av totalvurderingen. Det kurssensitive forhold var etter børsens oppfatning ikke selve avslaget, men den situasjonen selskapet da befant seg i. Prosessen med å fremskaffe nødvendig kapital ble ved avslaget fra ABN Amro mer tidkrevende og det var en større risiko for at nødvendige lån ikke ble innvilget. Løsningen på likviditetsproblemene ble utsatt, nye forhandlinger måtte initieres med den usikkerhet det medfører både med hensyn til når lån ville innvilges og vilkårene for slike lån. I tillegg skulle flere potensielle långivere involveres. Avslaget bidro til at selskapet var i en annen og mer usikker situasjon økonomisk i tillegg til at likviditetsproblemet var nært forestående.

Etter børsens oppfatning er det også et vesentlig moment i vurderingen at problemene var svært akutte den 12. september. Det var nødvendig å få tilført mer kapital allerede den 17. september. Det gjenstod således liten tid til nødvendige forhandlinger og vurderinger. Det er da en nærliggende risiko for at likviditetsproblemene må løses ved tiltak som har stor påvirkning på aksjekursen. Selv om Kværner var optimistiske mht. mulighetene til å få innvilget lån, var det så kort frist at sannsynligheten for at situasjonen ikke ville bli ordnet økte betydelig for hver dag.

Opplysninger om selskapets finansielle situasjon var svært kurssensitive ettersom markedet hadde få opplysninger om de reelle forholdene. Slik børsen vurderer forholdene, var det den 12. september 2001 tilstrekkelig klart at selskapet var i en kritisk situasjon som markedet skulle vært informert om. Den 12. september må det anses å foreligge opplysninger om selskapet som var av "... ikke uvesentlig betydning for selskapets aksjer".

### *Konklusjon*

Det foreligger et brudd på informasjonsplikten jfr. børsforskriften § 5-2 første ledd, i tilknytning til at selskapet ikke informerte markedet om den meget anstrengte likviditeten og finansielle situasjonen for Kværner den 12. september 2001.

### 5.4 Vurdering av opplysningsplikten

Bestemmelsen som regulerer børsnoterte selskapers opplysningsplikt overfor børsen er nedfelt i børsloven § 5-7 annet ledd, der det står:

*"Børs kan kreve at utstedere av børsnoterte omsettelige verdipapirer, utstederes tillitsvalgte og ansatte uten hinder av taushetsplikt gir børsen de opplysninger som er nødvendige for at børsen skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter."*

Denne bestemmelsen er en videreføring av § 4-8 i den gamle børsloven. I forarbeidene til denne bestemmelsen (NOU 1985:33 s. 122) fremkommer følgende:

*"Her dreier det seg om opplysninger som børsen har behov for i sitt tilsyn med verdipapirhandel, og det dreier seg om en plikt til å gi opplysninger på anmodning. Straffbart forhold vil foreligge hvis den opplysningspliktige unnlater å*

*gi opplysninger det er bedt om, gir ufullstendige opplysninger eller gale opplysninger.”*

### 5.5 Selskapets anførsler

Selskapet har ikke kommentert på forhold relatert til vurderingen av brudd på opplysningsplikten ettersom det ikke er lagt til grunn at det foreligger brudd på børsloven § 5-7 annet ledd.

### 5.6 Børsens vurdering

Børsen kontaktet Kværner mandag den 17. september for å undersøke nærmere om selskapet vurderte emisjon på bakgrunn av en artikkel i Finansavisen lørdag 15. september. Det ble opplyst at selskapet ikke hadde besluttet emisjon eller etablert et garantikonsortium. Videre var det ingen banker som hadde krevd emisjon, men det foregikk samtaler med bankene som ikke var avsluttet. Den anstrengte likviditeten ble ikke nevnt.

Senere samme dag ble børsen kontaktet av konsernsjefen med en anmodning om å suspendere aksjene. Begrunnelsen som ble gitt, var at styret nå vurderte en emisjon og oppsplitting av selskapet. Dette var en ny situasjon i forhold til hva som tidligere var opplyst til markedet og børsen. Av referater fra samtaler mellom børsen og Kværner fremgår at emisjon og oppsplitting har vært årsaken til og begrunnelsen for at Kværner ba om suspensjon. Børsen hadde på dette tidspunkt ingen indikasjoner på at selskapet var nær ved å måtte søke gjeldsforhandlinger.

Selskapet ba om et møte om morgenen tirsdag den 18. september. Det ble i møtet opplyst at Kværner ville måtte innlede gjeldsforhandlinger dersom aksjen ikke ble suspendert fra notering. Årsaken var en seriøs og akutt likviditetskrise.

Børsen ble for første gang kjent med Kværners likviditetsproblem tirsdag morgen. I de samtaler børsen tidligere hadde hatt med selskapet ble det ikke gitt slik informasjon. Konsernsjefen har selv anført at likviditeten ble berørt i samtaler med børsen som en utløsende faktor for emisjonen. Det er imidlertid på det rene at dersom børsen hadde fått realistisk informasjon om likviditetssituasjonen, ville vurderingen av virkemidler den 17. september mest sannsynlig ha vært annerledes.

Det følger av reglene om opplysningsplikt at det også er en plikt til å gi fullstendige opplysninger. Det kan stilles spørsmål ved om børsen i sine samtaler med selskapet konkret har spurt om det har vært andre forhold av betydning som kunne begrunne anmodningen om suspensjon enn det opplyste. Børsen er av den oppfatning at slike opplysninger burde fremkomme uoppfordret. Dog stilles det spørsmål ved om regelen etter § 5-7 andre ledd er overtrådt i og med at børsen ikke konkret stilte spørsmål ved likviditeten til selskapet. Om Kværner kan sies å ha gitt ufullstendige opplysninger vurderes derfor ikke nærmere.

## 6. Sanksjonsspørsmålet

Etter børsforskriften § 25-5, kan børsstyret ilegge et foretak som bryter børsloven eller børsforskriften et overtredelsesgebyr på inntil 10 ganger årlig kursnoteringsavgift.

Oslo Børs finner at overtredelsen av informasjonsplikten jf. Børsforskriften § 5-2 første ledd, i forbindelse med avslag på lånesøknad og den meget anstrengte likviditetssituasjonen selskapet var i den 12. september 2001 i seg selv er så alvorlig at det bør reageres med overtredelsesgebyr. Det er tilstrekkelig klart, sett i lys av den informasjon som selskapet har gitt til markedet, og kursutviklingen i etterkant av meldingen 19. september, at markedet ikke hadde tilstrekkelig informasjon om den

kritiske situasjonen selskapet befant seg i 12. september 2001. At usikkerheten rundt Kværner gjennom høsten 2001 fikk stor og negativ oppmerksomhet i det norske finansmiljø, har bare delvis betydning her. Børsens reaksjon gjelder kun informasjon til markedet; ikke selskapets forretningsmessige disposisjoner. På den annen side er det nærliggende i slike tilfeller å se om informasjon er gitt tidsnok, og reagere dersom den ikke er rettidig.

Det er liten praksis fra saker hvor spørsmålet om informasjonsplikt er relatert til opplysninger om selskapets likviditet. I Fjord- saken (sak 14/02 og 39/02) ble selskapet ilagt et overtredelsesgebyr på fem ganger kursnoteringsavgiften som følge av manglende informasjon om selskapets finansielle stilling. I den saken forelå også et brudd på opplysningsplikten, og den finansielle situasjonen var ikke så prekær som i Kværners tilfelle. Saken er påklaget til børskagenemnden og derfor ikke endelig avgjort. Etter børsens oppfatning var opplysninger om den finansielle situasjonen i Kværner meget kurssensitiv, og det faktiske kursutslaget var betydelig. Disse forholdene må også vektlegges ved vurderingen av gebyrets størrelse.

Børsen har lagt vekt på å vurdere forholdene slik de fortonte seg på det aktuelle tidspunkt - og ikke med kunnskap om hva som faktisk skjedde i ettertid. En rekke av de problemene Kværner møtte senere skyldes omstendigheter etter den 17. september. Saken reiser også et svært vanskelig spørsmål om tidspunktet for når informasjonsplikt forelå. Saken inneholder også en vanskelig avveining mellom markedets behov for informasjon og selskapets behov for ro til å arbeide med refinansieringen. Alt dette er hensyntatt i utmålingen av overtredelsesgebyret.

Ut fra en helhetsvurdering, og sett hen til tidligere praksis, finner Oslo Børs at overtredelsesgebyret for overtredelse av børsforskriften § 5-2 første ledd bør settes til 2 ganger kursnoteringsavgiften i 2002 på NOK 280.156, hvilket til sammen utgjør NOK 560.312,-.

## 7. Vedtak

Børsstyret vedtok å ilegge Kværner ASA overtredelsesgebyr tilsvarende 2 ganger årlig kursnoteringsavgift, jf. børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften § 5-2 første ledd.

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden etter reglene i børsforskriften kapittel 26. Klagefristen er 2 - to - uker.

### **5.1.4 Petroleum Geo-Services ASA – Overtredelse av børsforskriften § 6-2 om tidspunkt for behandling av årsregnskap og delårsrapporter (børsstyresak 72/02 av 24.04.02)**

Protokollutskrift fra styremøte i Oslo Børs ASA avholdt 24. april 2002

## 1 Innledning

Saken gjelder spørsmålet om Petroleum Geo-Services ASA ("PGS") har brutt børsforskriftens regler om vedtakelse og offentliggjøring av delårsrapport for fjerde kvartal 2001. Etter børsforskriften § 6-2 annet ledd skal selskapets styre innen to måneder etter periodens utløp vedta delårsrapporten for siste periode.

Den 28. februar 2002 søkte selskapet, i henhold til børsforskriften § 6-6, om dispensasjon frem til og med 15.mars 2002 fra børsforskriften § 6-2 annet ledd om vedtakelse av foreløpig årsregnskap innen to måneder etter periodens utløp. Selskapet fikk avslag på søknaden fra Oslo Børs den 1. mars 2002.

Selskapets delårsrapport for fjerde kvartal 2001 ble mottatt og offentliggjort av Oslo Børs kl. 14.00 den 11. mars 2002.

## 2 Kort om selskapet

PGS er et teknisk fokusert oljeservice-selskap som i hovedsak driver innenfor to virksomhetsområder, geofysiske tjenester (seismikk) og produksjonstjenester (olje og gass). Den 27. november 2001 melde selskapet at det hadde inngått avtale om fusjon med Veritas DGC Inc. Fusjonen er ikke selskapsrettslig gjennomført ultimo mars 2002.

Selskapet hadde i 2001 driftsinntekter i størrelsesorden USD 1.052,6 millioner, fordelt med ca USD 594,5 millioner på segmentområdet geofysiske tjenester og ca USD 458,1 millioner på segmentområdet produksjonstjenester.

## 3 Nærmere om saken og saksbehandlingen

Den 27. februar 2002 sende selskapet følgende børs melding:

*"Petroleum Geo-Services ASA (NYSE: PGO; OSE: PGS) announced today that it will not release its results for the fourth quarter and full year ending December 31, 2001 on Wednesday, February 27, 2002 as originally planned. As a result of the previously announced restatement of the Company`s financial statements as well as delays caused by the Company`s involvement in the planned merger with Veritas DGC Inc., the Company`s auditors have yet to complete the 2001 audit. The Company expects that the results will be finalized and announced during the week of March 4, 2002. Further notice of the exact date of such release will be forthcoming."*

Basert på denne meldingen tok Oslo Børs kontakt med selskapet for å gjøre selskapets klar over at en slik forsinkelse ville være i strid med børsforskriftens frister for vedtakelse og offentliggjøring av delårsrapporter.

Selskapet søkte den 28. februar 2002 om utsettelse av frist for vedtakelse av delårsrapport for fjerde kvartal 2001. Oslo Børs avsto søknaden i brev datert 1. mars 2002.

Den 11. mars kl. 14.00 ble selskapets delårsrapport for fjerde kvartal 2001 offentliggjort via børsens meldingssystem.

Den 15. mars 2002 sendte Oslo Børs et brev til selskapet med anmodning om en skriftlig redegjørelse for årsaken til at selskapet ikke rapporterte i henhold til de tidsfrister som fremgår av børsforskriften. Selskapet besvarte børsens anmodning i brev datert 20. mars 2002.

Den 5. april 2002 sendte Oslo Børs varsel til PGS om at børsen vurderte å ilegge selskapet overtredelsesgebyr. Det ble bedt om kommentarer til dette varselet. Selskapets kommentarer til varselet ble oversendt den 12. april 2002.

## 4 Rettslig utgangspunkt

Det følger av børsforskriften § 6-2 annet ledd at "delårsrapporter, herunder foreløpig årsregnskap, skal vedtas av selskapets styre innen to måneder etter periodens utløp." Etter § 6-3 skal delårsrapportene videre "sendes børsen straks de er vedtatt av styret". Børsen skal offentliggjøre delårsrapporter etter reglene i børsforskriften § 23-2.

Etter børsforskriften § 6-6 kan børsen gjøre unntak fra § 6-1 til § 6-5 dersom "særlige forhold" tilsier det.

Det følger videre av børsforskriften § 25-5 at børsstyret ved brudd på bestemmelser i børsforskriften, kan vedta å ilegge utsteder et overtredelsesgebyr på inntil 10 ganger årlig kursnoteringsavgift.

## 5 Selskapets anførsler

På spørsmål om årsaken til at fjerde kvartalsrapporten for 2001 først ble vedtatt og offentliggjort den 11. mars 2002 svarer selskapet:

*"Vi vil gjerne påpeke følgende årsaksforhold i denne anledning:*

- 1. I ordinær generalforsamling avholdt 19. juni 2001, byttet PGS ekstern revisor fra PricewaterhouseCoopers DA til Arthur Andersen & Co. i løpet av Arthur Andersens innledende revisjon viste det seg at visse prosedyrer og kommunikasjon var påkrevet i h.t USAs alminnelige aksepterte revisjonsstandard ("GAAS"). Særlig gjaldt dette der det ble identifisert feil og korrigeringer i den aktuelle perioden som ville påvirke tidligere perioder revidert av PricewaterhouseCoopers.*
- 2. Den 14. februar 2002 – kunngjorde PGS at det ville komme en omarbeidelse av resultatene for årene 1998 – 2000 for feil i regnskapene for ulike valutainstrumenter og for godkjenning relatert til selskapets seismikkisensinntekter. Dette har vi nå gitt full redegjørelse for i selskapets pressemeldinger. Omarbeidelsen ble gjennomgått, gransket og endelig revidert av PricewaterhouseCoopers. De ga også sin tilslutning til selskapets konklusjoner.*
- 3. Den 11. mars 2002 – kunngjorde PGS at flere forskjellige vesentlige forhold relatert til omarbeidelse av tidligere perioder omfattende a) kapitalisering av renter på oppgraderingsprosjekter på FPSO fartøy b) tilpasninger til forsert amortisering, pensjonsforpliktelser og skattemessige avsetninger, og c) avskrivning av diverse andre aktiva.*
- 4. Disse omarbeidelsene ble foretatt i forbindelse med regnskapsavslutning og revisjon forut for styremøtet den 26. februar 2002 der det foreløpige årsresultatet skulle behandles. Forholdene måtte først granskes internt, deretter presenteres PricewaterhouseCoopers i henhold til "GAAS" for ytterligere granskning undergitt de særskilte revisjonsprosedyrer. Dette for å unngå uriktig fremstilling av resultatene for den aktuelle perioden.*

*På grunn av kompleksiteten i disse sakene og "GAAS" krav om at det rådføres med og oppnås samtykke fra tidligere revisor, PricewaterhouseCoopers, forut for offentliggjøring av resultatene, ble godkjenningen og offentliggjøringen av selskapets resultat utsatt inntil 11. mars 2002 for å sikre at informasjonen til aksjonærene ville tilfredsstille kravene til pålitelighet og nøyaktighet og ikke være misvisende."*

Børsens foreløpige innstilling til børsstyret ble oversendt PGS den 5. april 2002. Selskapet fikk i henhold til forvaltningsloven § 16 og børsforskriften § 25-8 annet ledd nr. 2 en ukes frist for å komme med kommentarer og anførsler til den foreløpige innstillingen. Selskapet gav sin tilbakemelding innen den angitte fristen. Anførselene er inntatt i sin helhet nedenfor.

*”PGS er kjent med og aksepterer Oslo Børs' strenge krav med hensyn til rapporteringsplikt for et selskap som er notert på Oslo Børs, slik dette fremgår av § 6-2 i Børsforskriften og en rekke avgjørelser av styret i Oslo Børs og Børsklagenemnden. Dette omfatter også Oslo Børs' strenge holdning med hensyn til muligheten for å oppnå en dispensasjon knyttet til de gjeldende tidsfrister. Under henvisning til § 6-2 i Børsforskriften og de avgjørelser som knytter seg til denne erkjenner PGS at den forsinkede rapportering er et brudd på de gjeldende krav.*

*Ved vurderingen av konsekvensene av dette anmoder PGS om at Oslo Børs' styre tar hensyn til visse forhold av vesentlig formildende art:*

- PGS' informasjon til markedet i tidsrommet forut for rapporteringen av 4de kvartals-tallene den 11. mars d.å. hadde allerede gitt markedet informasjon om en rekke av de regnskapsspørsmål som fortsatt stod åpne pr. tidspunktet for den planlagte styrebehandling 26. februar, og om den forventede timeplan for rapporteringen av de foreløpige regnskap.*
- De gjenstående regnskapsspørsmålene og konsekvensene av disse var blitt konstatert av PGS' revisor, Arthur Andersen, forut for selskapets styremøte den 26. februar d.å. som var innkalt for bl.a. å vedta det foreløpige årsregnskap. Som nevnt i vårt brev av 20. mars d.å. krever amerikanske regnskapsstandarder at selskapets tidligere revisorer, PricewaterhouseCoopers, også måtte gjennomgå og vurdere de åpne spørsmål. På tidspunktet for styremøtet var det kjent at PricewaterhouseCoopers hadde et profesjonelt ansvar for å gjennomgå og revidere problemstillingene slik at de til slutt ville kunne godta de standpunkt som var tatt av Arthur Andersen. I lys av innholdet i de omdiskuterte forhold og de konsekvenser som disse kunne ha på den forestående sammenslutning mellom PGS og Veritas og den mulige effekt m.h.t. markedsverdien på aksjene, ble det fastslått at PGS hadde en plikt til å følge opp enhver tilgjengelig mulighet for å bistå PricewaterhouseCoopers i å trekke sine konklusjoner vedrørende det standpunkt det ville være korrekt å innta med hensyn til de aktuelle regnskapsmessige spørsmål, og i særdeleshet å søke en klargjøring med hensyn til eventuelle uenigheter mellom dets nåværende og tidligere revisorer før det foreløpige regnskap ble vedtatt av selskapets styre. Denne avklaringsprosessen med revisorene kunne dessverre ikke avsluttes innenfor Børsforskriftens tidsfrister og ferdigstillingen av det foreløpige årsregnskap og kunngjøringen herav ble forsinket til 11. mars 2002.*
- Samtidig som det norske regelverk er klart i overensstemmelse med beskrivelsen i Oslo Børs' brev, er det viktig å ta i betraktning at PGS også er børsnotert i USA og at selskapet må ta hensyn til effekten av en slik børsnotering og konsekvensene i det amerikanske marked av de disposisjoner som foretas. Under omstendighetene var PGS' styre tvunget til å foreta en avveining mellom de norske kravene og styrets plikt til å hensynta og følge retningslinjene for rådføring med tidligere revisorer og de øvrige regler og markedspraksis som gjelder i USA. Selskapets situasjon er således svært forskjellig fra det som gjelder for et norsk selskap som kun er børsnotert i Oslo, hvilket Oslo Børs må hensynta ved beslutningen om konsekvensene av selskapets forsinkede 4de kvartals rapportering.*
- Selv om Børsforskriften legger til grunn at 4de kvartals-rapporteringen ikke er revidert og at det er mulig å tilføye kommentarer knyttet til usikkerheter både i forbindelse med nåværende og historiske resultater på grunn av diskusjonen om en omarbeidelse av tidligere regnskapstall, måtte styret fatte en beslutning med hensyn til den mulige effekt det ville kunne ha på markedet dersom det var sannsynlig at vesentlige endringer ville måtte meldes til markedet kort*

etter at 4de kvartals-tallene var kunngjort. I lys av innholdet i og betydningen av de forhold som ble diskutert med selskapets nåværende og tidligere revisorer, konkluderte styret med at en kunngjøring av foreløpige regnskapstall innebar muligheten for at markedet kunne bli villedet. Det ble ansett å være av avgjørende betydning at revisorene var enige om regnskapsføringen av de aktuelle spørsmål og betydningen av dette for resultatene for de forskjellige perioder dette gjaldt. I denne forbindelse er det også viktig å ta i betraktning at selskapets tidligere revisorer må oppdatere sine tidligere års revisorberetninger i slike situasjoner som følge av de amerikanske regler, hvilket ytterligere nødvendiggjorde at disse forhold måtte være avklart før 4de kvartals-tallene ble rapportert.

- Viktigheten av PGS' behov for å oppnå en endelig og korrekt avklaring med hensyn til de åpne regnskapsspørsmål og enighet mellom selskapets revisorer understrekes av markedets negative reaksjon på regnskapsinformasjonen da denne ble kunngjort 11. mars d.å., og av gjenåpningen av forhandlingene mellom PGS og Veritas og de antatte endringer i vilkårene for deres forventede sammenslutning, slik dette er gjengitt i PGS' pressemelding 28. mars d.å.
- Avslutningsvis bemerkes det at skiftet av revisorer fra PricewaterhouseCoopers til Arthur Andersen viste seg å bli meget krevende for PGS' finansavdeling og øvrige ledelse på grunn av arten av regnskapsspørsmålene og den mulige effekt av disse med hensyn til den forestående sammenslutning med Veritas.

*I etterkant forstår PGS at det kan hevdes at selskapets kommunikasjon med Oslo Børs kunne ha vært bedre forut for tidsfristen for kunngjøring av selskapets foreløpige årsregnskap, og at selskapet muligens kunne ha etablert prosedyrer som på en bedre måte hadde imøtekommet Oslo Børs' krav samtidig som PGS' og dets aksjonærs interesser knyttet til den forventede sammenslutning med Veritas ble hensyntatt i nødvendig grad. Ved vurderingen av dette må man imidlertid erindre at PGS var under et alvorlig tidspress, og at alle vesentlige forhold dreiet seg om USA-relaterte problemstillinger idet disse knytter seg til komplekse amerikanske regnskapsspørsmål og den forventede sammenslutning med et amerikanske selskap, hvilket nødvendiggjorde at hele PGS' ledelse og finansavdeling på det tidspunkt befant seg i USA og ikke i Norge."*

## 6 Vurdering

Oslo Børs tok telefonisk kontakt med selskapet og ga beskjed om at den utsettelsen som ble meldt i børs melding fra selskapet den 27. februar var i strid med børsforskriftens frister for vedtak og offentliggjøring av delårsrapporter. Den 1. mars fikk selskapet avslag på sin søknad om dispensasjon etter børsforskriften § 6-6 fra reglene i børsforskriften § 6-2 annet ledd. Først den 11. mars 2002 vedtok og offentliggjorde selskapet sin delårsrapport for fjerde kvartal 2001, og PGS har dermed brutt børsforskriften § 6-2 annet ledd.

Delårsrapportering representerer en av de viktigste informasjonskildene ved vurdering av selskapers aksjer. Hyppig og rettidig offentliggjøring av finansiell informasjon er nødvendig for å sikre et effektivt og velfungerende verdipapirmarked. En slik form for løpende rapportering vil gi en mer effektiv og riktig prising av verdipapirene.

I forbindelse med søknad om utsatt frist for vedtak av fjerde kvartalsrapporten skriver selskapet at "På grunn av uforutsette vanskeligheter i forbindelse med justeringer i tidligere års regnskap som annonsert 14. februar kombinert med den pågående fusjonsprosess har arbeidet blitt komplisert. Dette særlig i forhold til kravet om sammenlikningstall for tidligere perioder i børsforskriftens § 6-5. Styret har funnet at det ikke forelå et tilstrekkelig gjennomarbeidet regnskap pr. 26. februar 2002."

Børsen har forståelse for at styret i forbindelse med revisorskiftet ville måtte benytte noe mer tid og ressurser for å vedtatt styret endelige forslag til årsregnskap. Det må likevel forutsettes at et børsnotert selskap innretter seg etter de tidsfrister som gjelder for finansiell rapportering, slik at det iverksetter tiltak som sikrer markedet best mulig informasjon til riktig tid. Børsstyret og børsklagenemnden har også i tidligere saker som gjelder forsinket rapportering hatt en streng praksis i forbindelse med håndhevelse av børsforskriftens tidsfrister. Det skal i denne forbindelse også bemerkes at det ikke er krav om at foreløpig årsregnskap, dvs fjerde kvartals rapporten, skal ha vært gjenstand for revisjon når den vedtas og offentliggjøres. En forsinkelse fra revisors side er dermed ikke avgjørende for styrets mulighet for å avlegge fjerdekvartals rapporten innenfor børsforskriftens frister. Videre gjaldt endringene forhold i den finansiell informasjonen som var offentliggjort for tidligere perioder (årene 1998 til 2000), noe som kunne vært opplyst om i forbindelse med rapportering av fjerde kvartalet innenfor børsforskriftens frister. Selskapet har da også gjennom børsmelding allerede den 14. februar 2002 gitt markedet informasjon om disse forhold.

Videre opplyser PGS i sitt brev av 12. april 2002 at det i tillegg til å være notert på Oslo Børs også er børsnotert i USA. Selskapets må derfor også forholde seg til konsekvensene i det amerikanske marked av de disposisjoner som foretas. PGS opplyser at selskapets styre var tvunget til å foreta en avveining mellom de norske kravene og styrets plikt til å hensynta og følge retningslinjene for rådføring med tidligere revisorer og de øvrige regler og markedspraksis som gjelder i USA. Til dette er å bemerke at selskapet er primærnotert på Oslo Børs. PGS er derfor forpliktet til å overholde de aktuelle bestemmelsene i børsforskriften kapittel 6 vedrørende frister for finansiell rapportering. Dette i motsetning til sekundærnoterte selskaper som i henhold til gjeldende kursnoteringsavtale er underlagt rapporteringsfrister i henhold til primærbørsens regelverk. Oslo Børs har forståelse for at notering på flere børser vanskeliggjør selskapets situasjon ved at regelverk i flere kapitalmarkeder må overholdes parallelt. Ved notering på flere børser må dette likevel få som konsekvens at selskapet forholder seg til de aktuelle regelverkene på en slik måte at det til en hver tid ligger innenfor det regelverket som gir "strengest" regulering for det aktuelle forhold.

Børsen er av den oppfatning at selskapet og dets styre kunne utarbeidet og vedtatt en delårsrapport etter samme format som for tidligere delår innen fristen som fremgår av børsforskriftens § 6-2 annet ledd, og ikke ventet på revisors ferdigstilling av revisjonen. Eventuelle usikkerheter knyttet til den de historiske sammenligningstallene måtte da ha vært kommentert i rapporten. Det foreligger således et brudd på børsforskriften § 6-2 annet ledd.

## 7 Sanksjonsspørsmålet

Slik det fremgår foran under punkt 6 har selskapet brutt bestemmelsen i børsforskriften § 6-2 annet ledd ved ikke innen to måneder etter periodens utløp å vedta og offentliggjøre delårsrapport for 4. kvartal 2001. Oslo Børs anser en reaksjon i form av et overtredelsesgebyr som en riktig sanksjon i det foreliggende tilfelle, jfr børsforskriften § 25-5 første ledd. Oslo Børs legger til grunn at det i denne saken gjelder brudd på en sentral bestemmelse.

Oslo Børs har ilagt overtredelsesgebyr i flere saker som er av lignende karakter. I denne forbindelse vises blant annet til sak 2/99 Noral (børsklagenemnden), 5/00 Steen & Strøm ASA (børsklagenemnden), 54/00 Storebrand ASA (børsstyret), 60/01 Synnøve Finden ASA (børsstyret), 62/01 Media Bin Ltd (børsstyret) og 96/01 E-Line Group ASA (børsstyret). Noral ASA ble ilagt gebyr på 5 ganger kursnoteringsavgiften, mens øvrige selskap ble ilagt et gebyr på 1 ganger årlig kursnoteringsavgift.



I Noral ASA's tilfelle ble styrets forslag til årsregnskap vedtatt først 16 dager etter utløpet av fristen. Børsklagenemnden la i sin vurdering av sanksjonsspørsmålet vekt på at en forsinkelse på 16 dager (inkludert fridager i forbindelse med påskehøytiden) ikke kan anses som kortvarig. I denne saken ble det i tillegg i skjerpene retning lagt vekt på årsaken til forsinkelsen. I de øvrige sakene var forsinkelsene på mellom fem og ni dager. I PGS' tilfelle er det derfor snakk om en betydelig forsinkelse, sammenlignet med øvrige saker hvor forsinket regnskapsrapportering har vært sanksjonert med et overtredelsesgebyr på en gang årlig kursnoteringsavgift.

Videre er det ved vurdering av sanksjonsspørsmålet i skjerpene retning lagt vekt på at selskapet fikk avslag på sin søknad om å fremlegge foreløpig årsregnskap etter tidsfristen i børsforskriften § 6-2 annet ledd. På den annen side er det i formidlene retning i noen grad lagt vekt på at selskapet i god tid før fristen den 28. februar 2002 ga markedet informasjon om forhold i tidligere perioder som var gjenstand for ny vurdering, samt at selskapet den 27. februar ga markedet beskjed om at rapportering for fjerde kvartal 2001 ville bli forsinket.

Oslo Børs finner etter en samlet vurdering å foreslå at overtredelsesgebyret settes til 1 - en - gang kursnoteringsavgiften, hvilket utgjør NOK 430.953.

## 8 Vedtak

Børsstyret vedtok å ilegge Petroleum Geo-Services ASA overtredelsesgebyr tilsvarende 1 - en - gang kursnoteringsavgiften, jf. børsløven § 6-3, jf. børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften § 6-2 annet ledd.

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden. Klagefristen er 2 - to - uker.

### **5.1.5 Ocean Rig ASA – Overtredelse av børsforskriften § 5-2 vedrørende informasjonsplikts innhold (protokollutskrift fra børsstyremøte 21.08.02, sak 110/02)**

#### 1. Innledning

Saken gjelder spørsmålet om Ocean Rig ASA ("Ocean Rig") har brutt børsforskriftens bestemmelse om informasjonsplikt. I henhold til børsforskriften § 5-2 første ledd skal selskapet "uoppfordret og umiddelbart gi børsen opplysninger, herunder om endringer i forhold som tidligere er meddelt børsen, som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer."

Den 10. mai 2002 offentliggjorde Ocean Rig at selskapet hadde etablert ny finansiering bestående av en kontantemisjon på 30 mill USD og en kortsiktig finansiering på 46 mill USD. Bakgrunnen for denne finansieringen var økte kostnadsoverskridelser i tilknytning til ferdigstillingen av dypvannsriggeren Eirik Raude. Ifølge børsmeldingen vil kostnadene øke med ca. 45 mill USD sammenlignet med tidligere rapporterte tall, samt at starttidspunktet for kontrakten med EnCana var forskjøvet til 1. september 2002 fra tidligere kommunisert starttidspunkt i slutten av annet kvartal 2002.

#### 2. Kort om selskapet

Ocean Rig ble dannet i 1996. Selskapet har som formål å bygge, eie og drive en flåte med avanserte, halvt nedsenkbare borerigger for leting etter eller utvinning av olje og gass på store havdyp under vanskelige værforhold. Siden oppstarten har aktiviteten i hovedsak vært begrenset til konstruksjon av to femtegenerasjons halvt nedsenkbare borerigger. Den ene av boreriggene, Leiv Erikson, startet boring av sin første brønn 7. februar inneværende år. Den andre riggen, Eirik Raude, er under fullføring i Canada.

Selskapet hadde en omsetning i 2001 på ca. 10,5 mill NOK og et akkumulert underskudd på 1,47 mrd NOK. Markedsverdien var ca. 1,36 mrd NOK i begynnelsen av mai 2002. Etter at meldingen om økte kostnadsoverskridelser og ny finansiering ble meldt, falt markedsverdien til ca. 1,1 mrd NOK.

For ordens skyld nevnes at selskapet i etterkant av børsmeldingen den 10. mai 2002 har meldt om ytterligere kostnadsoverskridelser og utsatt oppstartstidspunkt i forbindelse med Eirik Raude.

### 3. Nærmere om saken og saksbehandlingen

Ocean Rig har i 1. kvartal 2002 fortsatt arbeidet med å ferdigstille konstruksjonen av boreriggen Eirik Raude ved Halifax Shipyard i Canada. I februar 2002 ble det estimert en økning i gjenværende kostnader i størrelsesorden 25 mill USD. Dette ble offentliggjort i en børsmelding den 21. februar 2002. Samtidig ble det meldt om at selskapet fortsatt arbeidet ut fra en tidsplan med ferdigstilling av riggen og oppstart av boreoperasjonene mot slutten av 2. kvartal i 2002. Den 18. mars 2002 kom meldingen om at selskapet hadde skaffet finansiering for å dekke kostnadsoverskridelsene. Selskapet hadde gjennomført en rettet emisjon på 25 mill USD til kurs NOK 9,00 per aksje som bl.a. skulle dekke ferdigstillingen av Eirik Raude. Generalforsamlingen vedtok emisjonen 2. april 2002. Innbetaling og registrering i Foretaksregisteret ble meldt den 11. april 2002. Forslag om styrefullmakt om ytterligere kapitalforhøyelse på 20 mill USD ble nedstemt på generalforsamlingen.

Den 22. april 2002 offentliggjorde Ocean Rig at det forelå et forslag til finansieringsløsning, der selskapet ville bli tilført ytterligere 35 mill USD for å dekke selskapets kortsiktige likviditetsbehov i forbindelse med ferdigstillingen av Eirik Raude. Finansieringsløsningen var sammensatt av en rettet emisjon og en avtale om lån fra aksjonærer. Den rettede emisjonen var på 5,5 mill USD til kurs NOK 11,00 per aksje, og et lån på 29,5 mill USD. Det ble innkalt til ekstraordinær generalforsamling som skulle avholdes onsdag 8. mai 2002 kl. 16.00.

Den ekstraordinære generalforsamlingen ble ikke avholdt som planlagt den 8. mai 2002. Istedenfor fikk aksjonærene en presentasjon av 1. kvartalsresultatet som opprinnelig skulle vært avholdt kl. 08.30, men som ble utsatt til kl. 15.45. Midt under presentasjonen ble en ny finansieringsløsning avklart, og aksjonærene fikk således informasjon om denne, samtidig som de ble informert om ytterligere kostnadsoverskridelser vedrørende Eirik Raude på ca. 45 mill USD sammenlignet med tidligere rapporterte tall. I tillegg ble det informert om at starttidspunktet for kontrakten med EnCana var forskjøvet fra tidligere meddelt ultimo 2. kvartal 2002 til 1. september 2002. Det nye forslaget til finansieringsløsning innebar en rettet emisjon og et kortsiktig lån kombinert med utstedelse av frittstående tegningsretter. Selskapet ville under forutsetning av vedtak på generalforsamlingen den 24. mai 2002 bli tilført 75 mill USD, dvs. 40 mill USD mer enn forslaget den 22. april 2002. Den ytterligere finansieringen skulle dekke selskapets behov fram til riggen blir levert. Børsmelding ble sendt før børsens åpningstid fredag 10. mai 2002, ettersom børsen p.g.a. Kristi Himmelfartsdag holdt stengt torsdag 9. mai 2002. Emisjonen ble fullført 3. juni 2002.

Oslo Børs sendte et brev til Ocean Rig den 16. mai 2002 der det bl.a. ble stillet spørsmål om når selskapet ble kjent med at det var nødvendig å foreta en revurdering av tidligere kommuniserte gjenstående utgifter og oppstart av borekontrakt, i tillegg til innhenting av kapital. Selskapet ble i denne forbindelse bedt om å redegjøre for prosessen ved utarbeidelse av de nye prognosene.

Ocean Rig ga sin tilbakemelding i brev av 24. mai 2002 (Bilag 1). I brevet ble det gitt en kortfattet kronologisk gjennomgang, som er gjengitt nedenfor.

*"26. april*

*Under besøk i Halifax hos selskapets prosjektorganisasjon og verftet mottok styreleder Morten Borge og tidligere administrerende direktør Christian Huseby indikasjoner på at gjeldende anslag på ferdigstillingsutgifter på USD 25 millioner kunne være for lavt. Det ble satt i gang undersøkelser for å avklare situasjonen.*

*Ut fra situasjonen på dette tidspunkt, hvor overskridelsene i stor grad fremstod som knyttet til allerede utførte arbeider, bedømte selskapet situasjonen slik at forsinket oppstart ikke var sannsynlig.*

*2. og 3. mai*

*Prosjektet i Halifax oppdaterte og reviderte sine informasjoner på løpende basis.*

*3. mai Første arbeidsutkast av en oppdatert cash flow. ble utarbeidet av selskapet om ettermiddagen 3. mai. Dette forecastet tok utgangspunkt i en kostnadsøkning på ca. USD 28 millioner, men var beheftet med betydelig usikkerhet. De fem institusjonelle investorene som hadde kommittert seg til finansieringen på USD 35 millioner ble orientert om at finansieringen muligens ikke var tilstrekkelig for ferdigstilling av riggen. Styret ble også orientert.*

*4. – 6. mai Styremedlemmer og administrasjonen arbeidet for å få oversikt over til dels motstridende opplysninger fra selskapets egen prosjektorganisasjon. For å kunne arbeide videre med en eventuell justering av finansieringen ble det etablert enkelte foreløbige forutsetninger om kostnadsoverskridelsenes størrelse. Disse forutsetningene ble senere endret.*

*Administrasjonen arbeidet med ulike modeller for å ivareta en eventuell økning i finansieringen.*

*6. mai*

*Styreleder Morten Borge og styremedlem Geir Aune ankommer Halifax om kvelden for å gå gjennom situasjonen med prosjektorganisasjonen og verftet, og forsøke å etablere full oversikt; møtene fortsetter 7. mai.*

*7. mai*

*I løpet av dagen fremkom det i telefonsamtaler med prosjektet i Halifax at kostnadsøkningene var større enn først antatt, men det var stor usikkerhet mht. omfanget.*

*På styremøtet avholdt om kvelden ble det presentert oppdaterte opplysninger om kapitalbehovet, som viste at den planlagte kapitaltilførselen på USD 35 millioner ville være utilstrekkelig. Man måtte derfor komme til å vurdere å avlyse generalforsamlingen som var innkalt til 1600 dagen etter. Man gikk ut fra at forventet leveringsdato måtte bli utsatt, men tidspunktet var fortsatt usikkert.*

*Behandlingen av 1. kvartalsregnskapet ble utsatt, pga. behov for nærmere avklaring av kostnadsoverskridelsene og finansieringssituasjonen.*

*Det ble besluttet å arbeide videre parallelt med endelig fastsettelse av kostnadsoverslagene, samt en finansieringsløsning.*

*Det ble vedtatt å gi styreleder fullmakt til å inngå avtale med Pareto Securities som tilrettelegger. Styreleder fikk videre fullmakt til forhandle frem en best mulig finansieringsløsning.*

*Styret ba endelig om at saken ble fulgt opp og søkt avklart innen et nytt styremøte avtalt til 1430 neste dag.*

8. ma

*I løpet av natten fremkom ytterligere opplysninger fra prosjektet i Halifax.*

*Med basis i stadig skiftende tall var selskapet på dette tidspunktet fortsatt ikke komfortabel med den totale kostnaden for ferdigstilling av Eirik Raude. Det foregikk verifikasjon av tallene helt frem til styremøtet 1430.*

*Det ble holdt styremøte 1430 til 1555. Hvis Pareto klarte å etablere tilstrekkelig interesse fra investorer for tegning før generalforsamlingen samme dag, ville generalforsamlingen bli utsatt. Styret ble meddelt at den forventede økningen i byggekostnadene var steget, til USD 45 millioner. Kapitalbehovet ble anslått til USD 75-80 millioner.*

*Det var utarbeidet en skisse for finansiering, bestående av en "lånepakke" lignende USD 35 millioner finansieringsforslaget, samt en ordinær emisjon, begge deler gjennomført som privat plassering med tegning i generalforsamlingen.*

*Styret godkjente løsningen, forutsatt at Pareto bekreftet at de hadde mottatt tilstrekkelig med tegninger på de indikerte vilkår. Endelig fordeling mellom lån og emisjonen ville fremkomme etter avklaring fra Pareto. Generalforsamlingen kl. 1600 ble besluttet avlyst.*

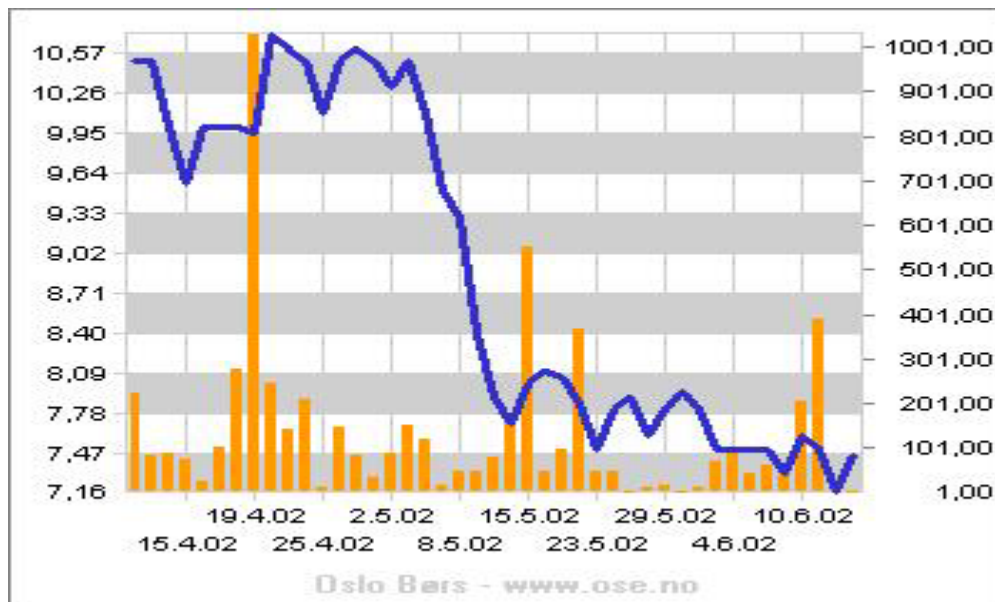
*Regnskapet for første kvartal 2002 ble vedtatt, med enkelte språklige endringer som styret ba administrasjonen innarbeide. Meldinger om 1. kvartalstallene (herunder overskridelser, forsinkelser og kapitalbehov) samt den private plasseringen sent ut gjennom Hugin om kvelden, og gikk ut i børsens informasjonssystem 10. mai. "*

Den 28. juni 2002 oversendte Oslo Børs en foreløpig innstilling til Ocean Rig. Selskapet besvarte den foreløpige innstillingen i brev av 22. juli 2002 (Bilag 2). Utdrag av selskapets kommentarer og anførsler er inntatt under pkt. 6 nedenfor.

#### 4. Kursutvikling

Sluttkursen den 7. mai 2002 var NOK 9,50. Om morgenen den 8. mai 2002 ble det sendt børsmelding om at framleggelsen av 1. kvartal ble utsatt fra kl. 08.30 til kl. 15.45. Kursen falt til NOK 9,30 som ble sluttkursen den 8. mai 2002, en reduksjon på 2,11 % sammenlignet med sluttkursen dagen før. Oslo Børs var stengt den 9. mai 2002 på grunn av Kristi Himmelfartsdag. Den 10. mai 2002 før børsens åpningstid, ble 1. kvartalsresultatet offentliggjort, og samtidig ble det informert om kostnadsoverskridelsen, forsinket oppstart av borekontrakten og den planlagte finansieringsløsningen. Kursen falt til NOK 8,40 ved dagens slutt den 10. mai, et kursfall på 9,68 % fra sluttkurs dagen før. Kursen falt videre den 13. og 14. mai 2002. Helt fram til midten av juni har kursen variert noe omkring dette lavere kursnivået.

Den grafiske fremstillingen nedenfor viser kursutviklingen i Ocean Rig-aksjene for perioden 15. april 2002 til 10. juni 2002.



## 5. Rettslig utgangspunkt

Selskapets informasjonsplikt følger av børsloven § 5-7 første ledd som lyder slik:

*"Etter nærmere regler fastsatt av departementet skal utstederen av omsettelige verdipapirer offentliggjøre opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene,..."*

Hovedbestemmelsen om informasjonsplikt er børsforskriftens § 5-2 første ledd:

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

## 6. Selskapets anførsler

Ocean Rig har i sitt brev av 24. mai 2002 innledningsvis uttrykt selskapets holdning til informasjonsgivning på følgende måte:

*"Vi vil gjerne poengtere at selskapets generelle holdning er at man vil ha frem et grunnlag for rimelig presis informasjon mht. avvik før man informerer."*

På spørsmål fra børsen svarer selskapet følgende om tidspunktet når de ble klar over behovet for å foreta en revurdering av tidligere kommuniserte kostnader og oppstart av borekontrakten:

*"Behovet for at det måtte foretas en revurdering av tidligere kostnader mht. kostnader ble klar for selskapet 26. april. Men utfallet av revurderingen var selvsagt åpent, og de første indikasjoner selskapet mottok var innenfor normale feilmarginer og usikkerhet knyttet til prosjektet."*

*"Når det gjelder behov for å foreta en revurdering av oppstart av borekontrakten, er det grunn til å påpeke at kostnadsøkning ikke nødvendigvis vil føre til utsatt oppstart. Behovet for å foreta en revurdering i så måte må ansees å ha blitt klart for selskapet i helgen 3.-5. mai."*

Det står videre i brevet om tidspunktet når det ble klart at det forelå et behov for å revidere kommuniserte tall for innhenting av kapital:

*"Behovet for å foreta en revurdering av kommuniserte tall for innhenting av kapital reflekterer kapitalbehovet, som er knyttet til revurderingen av gjenstående kostnader og eventuelt forsinket oppstart av borekontrakten. Slik selskapet ser det, oppstod dette behovet 3. mai 2002."*

I selskapets kommentarer til prosessen ved utarbeidelse av de nye prognosene framkommer følgende:

*"Vi viser til den kronologiske gjennomgangen ovenfor, og vil fremheve den betydelige usikkerhet som var tilstede helt frem til styremøtet 8. mai 2002. Dette illustreres av at revideringen av forecastet på USD 28 millioner til å inkludere det offentliggjorte tallet på ca. USD 45 millioner i kostnadsoverskridelser ble først ferdigstilt etter offentliggjøringen."*

Utvalgte deler av selskapets tilsvarende av 22. juli 2002 på den foreløpige innstillingen er inntatt nedenfor.

*" Saken har to kjernepunkter: For det første et mer generelt spørsmål, nemlig om hvor "faste" opplysninger om kostnadsoverskridelser og forsinkelser må være for at det skal foreligge informasjonsplikt (pkt. 1 nedenfor), og for det annet den mer konkrete bedømmelsen av de faktiske forhold i saken (pkt. 2 nedenfor). Når det gjelder de faktiske forhold, ser vi ikke noe behov for å supplere informasjonene i vårt brev av 24. mai 2002. Derimot er det nødvendig å gå noe nærmere inn på hvordan Børsen har oppfattet visse sider av den faktiske situasjon, hvilket vi tar opp underveis i pkt. 2.*

1. Hvor "faste" må opplysninger om kostnadsoverskridelser og forsinkelser være?

*Som meddelt i vårt brev av 24. mai mener Ocean Rig at opplysningsplikt først foreligger når man har rimelig presise opplysninger. Dette knytter seg både til størrelsen på avvik og kvaliteten av opplysningene. Før dette tidspunkt vil den informasjon man kunne gi, være så vag, og preget av forbehold, at den ville gi svært lite veiledning for markedet, og kan faktisk være mer egnet til å villedde. Ocean Rig vil derfor hevde at data om avvik må være rimelig sikre og presise før det kan sies å foreligge "opplysninger" i børsforskriftens forstand. Før dette tidspunkt blir det bare mer eller mindre kvalifiserte antagelser.*

*Når det gjelder spørsmålet om kursrelevans, er det selvsagt riktig at kursen på selskapets aksjer falt etter børsmeldingen 8. mai, men på dette tidspunkt var opplysningene rimelig sikre og konkrete. I tillegg kommer at et kursfall ned til området rundt NOK 8 var naturlig ut fra at emisjonene i finansieringsløsningen som ble kunngjort i denne meldingen, var med tegningskurs NOK 8. - På de tidligere tidspunkter, hvor Børsen mener det skulle vært opplyst, var situasjonen en annen, både mht. omfang og sikkerhet. De opplysninger som da kunne ha blitt gitt, ville være av en annen, mye mer usikker og forbeholden karakter. Følgelig er den etterfølgende kursutviklingen ikke relevant for spørsmålet om når opplysningsplikt oppstod, og børsmeldingen 8. mai kan ikke tas som bekreftelse på at tidligere og tynnere informasjon var kursrelevant. Ocean Rig har ved flere tidligere anledninger måttet informere om kostnadsøkninger, forsinkelser og øket kapitalbehov, og slike forhold, og risikoen for dem, er vel kjente forhold ved OCR-aksjen som investeringsobjekt. - Bedømmelsen av hva som ville skjedd dersom man hadde informert 3./6. mai blir selvsagt hypotetisk, men Ocean Rig mener at det bør legges til grunn at det ikke "må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen".*

*Spørsmålet om presisjon og kvalitet kan altså sees både som spørsmål om informasjon har tilstrekkelig "fasthet" til at de er relevante overhodet, og spørsmål om kursrelevans. I det følgende ser vi imidlertid ikke behov for å skille klart mellom disse to innfallsvinklene.*

*Det er imidlertid ikke klart for oss hvilken rettslig norm Børsen har lagt til grunn i sin bedømmelse av usikkerhet. På det generelle plan er det eneste man så vidt sees sier om usikkerhet, å finne i uttalelsen i Forhåndsvarselet pkt. 7.2, annet avsnitt om at "usikkerhet mht. størrelsen på kostnadsoverskridelser og faktiske forhold som leveringsdatoer mv er normalt ikke avgjørende i forhold til tidspunktet for når informasjonsplikt inntreffer". Dette er det vanskelig å forstå. Man forutsetter tilsynelatende en situasjon hvor det er "sikkert" at det blir avvik, men hvor omfanget er uvisst. Men mindre avvik utløser i seg selv ikke informasjonsplikt, så spørsmålet om avvik og størrelsen av det er reelt sett to sider av det samme. I tillegg kommer at graden av usikkerheten klarligvis må ha sentral betydning. - Litt senere i Forhåndsvarselet pkt. 7.2, nemlig i fjerde avsnitt taler man da også om "tilstrekkelig sannsynlighet", uten at man angir hvor stor sannsynlighet man krever. Her ser man for så vidt at det usikkerhet anerkjennes som en parameter, men hva som skal til, er uklart.*

## *2. Bedømmelsen av de faktiske forhold*

### *2.1 Generelt*

*Ut fra beskrivelsen i nest siste avsnitt i Forhåndsvarselet pkt. 7.2 om større sikkerhet mht. omfang av kostnadsoverskridelsene, leveringsforsinkelsen og kapitalbehovet i perioden 3. mai – 8. mai førte til, , ser det ut til Børsen legger til grunn at prosessen tallene var mer eller mindre uendrede, og at det eneste som endret seg var kvaliteten av dem. Det er i og for seg riktig at kvaliteten steg, betraktelig men tallene endret seg mer eller mindre løpende, i en dynamisk prosess som selskapet ikke var herre over resultatene fra . Forecastet fra 3. mai bygget på USD 28 millioner i kostnadsøkning, som frem til 8. mai steg til USD 45 millioner. Anslaget på USD 28 millioner var imidlertid beheftet med adskillig usikkerhet, begge veier, og at anslaget senere økte, betyr ikke at man skulle informert tidligere. Det økningen viser, er usikkerheten og den lave kvalitet på tallene 3. mai.*

### *2.2 Kostnadsøkninger - 3. mai 2002*

*I pkt. 7.2 i Forhåndsvarselet sies det i fjerde avsnitt at Ocean Rig mottok det første anslaget på kostnadsøkninger 3. mai. Her er det grunn til å understreke at dette var internt genererte tall, og at tallene ikke kom fra noen kvalifisert tredjepart. Det sier seg selv at ikke ethvert internt tallmateriale, eller sammenstilling av ulike tall fra ulike kilder og poster, utløser informasjonsplikt. Det sentrale er selskapets bedømmelse av det og situasjonen forøvrig. Materialet hadde mange forutsetninger og betydelig usikkerhet. Selskapets vurdering var og er at informasjonen var for usikker til å utløse informasjonsplikt.*

### *2.3 Forsinkelse av borekontrakten - helgen 4. og 5. mai 2002*

*Innledningsvis må vi her påpeke at man må skille mellom behov for revurdering av anslag mht. forhold som kostnader, leveringsdato og kapitalbehov, og hva utfallet av en revurdering kan bli. Det sier seg selv at en revurdering ikke nødvendigvis fører til en endring. Fordi spørsmålene i Børsens brev av 16. mai 2002 er formulert ut fra forestillingen "behov for revurdering", bygger vårt svar av 24. mai 2002 på samme grunnlag. Således sier vi (jfr. pkt. 6 i Forhåndsvarselet) at behovet for å foreta en revurdering av mht. oppstart av borekontrakten må anses å ha blitt klart for selskapet i denne perioden.*

*Det blir imidlertid galt når Børsen i Forhåndsvarselet pkt 7.2, femte avsnitt tilsynelatende tar dette til inntekt for at det i løpet av denne helgen ble "sannsynlig at kostnadsoverskridelsene også ville medføre forsinket oppstart av borekontrakten". Her taler man om utfallet av en vurdering – men det foreligger det ikke noe grunnlag for i den faktiske gjennomgangen fra vår side, jfr. pkt. 3 i Forhåndsvarselet.*

*Vi understreker at det var først ifm. styremøtet om kvelden 7. mai at man la til grunn at det ville bli forsinkelse, jfr. gjennomgangen av hendelsesforløpet inntatt i pkt. 3 i Forhåndsvarselet.*

#### *2.4 Behov for ytterligere kapitaltilførsel – 3. mai 2002*

*Også på dette punktet oppstår det samme forskjell mellom behov for revurdering, og resultatet av vurderingen, her i form behov for ytterligere kapital.*

*Det Ocean Rig innså 3. mai (jfr. den faktiske redegjørelsen inntatt i Forhåndsvarselet pkt. 3), var at den planlagte finansieringen på USD 35 millioner muligens var utilstrekkelig. Det spiller her inn at det innenfor denne finansieringen var tatt noe høyde for kostnadsjusteringer. Dersom det var tålelig klart (jfr. fasthetsdiskusjonen i pkt. 1) at finansieringen ville være utilstrekkelig, hvilket som påpekt i vårt brev av 24. mai 2002 forutsetter en tilsvarende avklaring mht. kostnadsøkninger og/eller forsinkelse, er det nærliggende å komme til at det foreligger informasjonsplikt. Men dette var ikke situasjonen: Omfanget av og "holdet i" kostnadsøkninger var for uavklart. Det samme gjelder for forsinkelse.*

#### *2.5 Resten av perioden frem til og med 8. mai 2002*

*Det neste tidspunkt Børsen har festet seg ved, er situasjonen kl. 1430 onsdag 8. mai, da styremøtet i Ocean Rig begynte. Selskapets informasjonen på dette tidspunkt hadde klarligvis høyere kvalitet enn dem man hadde 3./6. mai. Vi vil likevel fastholde at pga. det pågående verifikasjonsarbeidet oppstod ikke informasjonsplikt før etter styremøtet. "*

## 7. Børsens vurdering

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

Det må således vurderes hvorvidt informasjon om kostnadsoverskridelsen, forsinket levering av boreriggen Eirik Raude og behov for økt finansiering er å anse som "opplysninger som må antas å være av ikke uvesentlig betydning" i forhold til børsforskriften § 5-2. Dersom dette er tilfelle må det vurderes på hvilket tidspunkt informasjonsplikten inntreder.

### 7.1 Betydningen av opplysningene

Oslo Børs er av den oppfatning at saken gjelder "opplysninger" som senest på det tidspunktet hvor opplysningene ble offentliggjort, må antas å være av "ikke uvesentlig betydning". Det antas at selskapet deler denne oppfatningen, ettersom de har offentliggjort opplysningene i børsmeldinger av 10. mai 2002.

Selskapet er imidlertid uenig om på hvilket tidspunkt informasjonen om kostnadsoverskridelse og utsatt oppstartstidspunkt ble tilstrekkelig "faste" til at de må antas å være "opplysninger" etter børsforskriften § 5-2 første ledd. Selskapet hevder i



sin tilbakemelding av 22. juli 2002 at *"data om avvik må være rimelig sikre og presise før det kan sies å foreligge "opplysninger" i børsforskriftens forstand. Før dette tidspunkt blir det bare mer eller mindre kvalifiserte antagelser."* Etter selskapets vurdering var informasjonen av en slik karakter først i forbindelse med styremøtet som ble avholdt mellom kl. 14.30 og kl. 15.55 den 8. mai 2002.

I Vital-saken (2/1997) uttalte børsklagenemnden at opplysningsplikten er en funksjon av sannsynligheten for at et forhold av økonomisk betydning vil inntre, og dette forholdets evne til å påvirke kursen. Jo mer kurssensitivt et forhold er, jo mindre sannsynlighet kreves før informasjonsplikten slår til. Ved vurdering av hvorvidt informasjonen er *"opplysninger"* etter børsforskriften § 5-2 første ledd må det derfor vurderes sannsynlighet for at forholdet inntre sammen med forholdets antatte kurspåvirkende karakter. Normalt vil informasjonsplikten også inntre tidligere i de tilfeller hvor informasjonen gjelder *"endringer i forhold som tidligere er meddelt børsen"*, jf børsforskriften § 5-2 første ledd.

Selv for ekstremt kurssensitive forhold er det en nedre grense for fasthet eller sannsynlighet for at forholdet slår til. Selv om investor i utgangspunktet er tjent med tidligst mulig informasjon for å kunne vurdere usikkerheten selv, er det ikke slik at enhver mulighet, tanke, idé eller samtale er informasjonspliktig. Selskapet anfører i sitt tilsvarende av 22. juli 2002 at *"ikke ethvert internt tallmateriale, eller sammenstilling av ulike tall fra ulike kilder og poster, utløser informasjonsplikt. Det sentrale er selskapets bedømmelse av det og situasjonen forøvrig. Materialet hadde mange forutsetninger og betydelig usikkerhet."*

Børsen er enig i dette forhold, men er likevel av den oppfatning at selskapet på et tidligere tidspunkt enn etter børsens stengetid den 8. mai 2002 med tilstrekkelig grad av sikkerhet hadde opplysninger om at tidligere meddelte anslag for kostnadsoverskridelse og oppstartstidspunkt ikke lenger var korrekte og måtte korrigeres. Selskapet angir i denne forbindelse følgende i sitt brev av 24. mai 2002; *"Med basis i stadig skiftende tall var selskapet på dette tidspunktet [8. mai] fortsatt ikke komfortabel med den totale kostnaden for ferdigstilling av Eirik Raude. Det foregikk verifikasjon av tallene helt frem til styremøtet 1430."* Senest på dette tidspunktet, dvs 8. mai 2002 kl 14.30, kan det derfor antas at sannsynligheten for at tidligere meddelt informasjon måtte korrigeres, var så vidt høy at det er lite tvilsomt at dette kan karakteriseres som opplysninger i børsforskriftens forstand. Dette underbygges også av det forhold at Pareto parallelt med styremøtet i Ocean Rig jobbet med en finansiering av kostnadsoverskridelsen, noe som indikerer at den nye estimerte størrelsen på kostnadsoverskridelsen og tilhørende kapitalbehov må ha vært kjent på dette tidspunktet. Børsstyre og Børsklagenemnden har også i tidligere saker, blant annet Alcatel-saken (Børsklagenemnden 1/2000), slått fast at *"opplysninger"* i børsforskriftens forstand også omfatter usikre forhold. I Vital-saken (Børsklagenemnden 2/1997) har børsklagenemnden uttalt at det ikke er krav til sannsynlighetsovervekt i forbindelse med vurdering av hvorvidt forholdet vil inntreffe eller ikke. Børsklagenemnden skrev at informasjonsplikten kan inntre allerede dersom det foreligger en *realistisk mulighet* for at det informasjonspliktige forholdet inntreffer.

I sin tilbakemelding av 22. juli 2002 presiserer selskapet at *"pga. det pågående verifikasjonsarbeidet oppstod ikke informasjonsplikt før etter styremøtet."* Det kan synes som om det fra selskapets side legges opp til at informasjonsplikten først inntre på det tidspunktet hvor også finansieringen av den estimerte kostnadsoverskridelsen var klar. Det er imidlertid viktig å skille mellom de to forholdene, dvs nye opplysninger om størrelsen på kostnadsoverskridelsen og nytt oppstartstidspunkt, samt hvilken finansieringsløsning selskapet har fått på plass for å finansiere den nye kostnadsoverskridelsen. Et børsnotert selskap har ikke anledning til å avvende offentliggjøring av negative nyheter inntil selskapet har positive nyheter som til en viss grad nøytraliserer de negative nyhetene. Dette vil blant annet være tilfellet når selskapet er i en vanskelig finansiell situasjon, og hvor offentliggjøring av slik informasjon vil kunne

vanskeliggjøre selskapets mulighet til å få på plass ny finansiering. Dette ble også fastslått av børsstyret i Kværner-saken (sak 58/02).

Når det gjelder kravet om at opplysningene må "antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer", har selskapet i sitt brev av 22. juli 2002 kommentert at kursutviklingen den 10. mai 2002, etter offentliggjøring av kostnadsoverskridelse, utsatt oppstartstidspunkt og tilhørende finansiering, ikke kan tas som bekræftelse på at tidligere og tynnere informasjon var kursrelevant. I denne forbindelse bemerkes at selskapets likviditetsmessige situasjon i lengre tid har vært anstrengt, og at nye kostnadsoverskridelser og utsatt oppstartstidspunkter har måttet finansieres etter hvert som de har blitt avdekket. Børsen legger derfor til grunn informasjon om kostnadsoverskridelser og utsatt oppstartstidspunkt, noe som innebærer at selskapet må innhente ytterligere finansiering, må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer.

Selskapet har anført at kursfallet på 9,68 % til NOK 8,40 (sluttkurs den 10. mai 2002) etter at børsmelding ble offentliggjort, var forårsaket av at emisjonene i finansieringsløsningen som ble kunngjort samtidig var til tegningskurs NOK 8. På den annen side kan det hevdes at nettopp det forhold at selskapet, samtidig med melding om ny kostnadsoverskridelse og utsatt oppstartstidspunkt, kunne melde om at finansieringen var på plass, kan ha medvirket til å redusere kursfallet. Dette blir imidlertid kun en antakelse, da det ikke er mulig å isolere betydningen av disse to forholdene. I tillegg skal det bemerkes at selskapet samme morgen offentliggjorde kvartalsrapport for 1. kvartal 2002, noe som også må antas å kunne ha påvirket kursen på selskapets aksjer. Etter børsens oppfatning er imidlertid forholdet i seg selv informasjonspliktig, det blir derfor et spørsmål om fra hvilket tidspunkt selskapet med tilstrekkelig grad av sikkerhet visste at tidligere meddelt informasjon ikke lenger var korrekt og følgelig måtte oppdateres.

## 7.2 Tidspunktet for informasjonsplikt

Spørsmålet som må vurderes, er på hvilket tidspunkt informasjonen skulle vært offentliggjort. På grunn av usikkerhet knyttet til størrelsen på kostnadsoverskridelsene og tidspunktet for ny leveringsdato frem til styremøtet den 8. mai 2002, vurderte Ocean Rig det som riktig ikke å informere markedet før fredag den 10. mai 2002, samtidig med at selskapet da også kunne melde om at ny finansiering var etablert.

Allerede den 26. april 2002 fikk Ocean Rig indikasjoner på kostnadsoverskridelser. Basert på selskapets beskrivelse av situasjonen visste man på dette tidspunktet ikke om gjenstående utgifter faktisk ville bli høyere enn hva som var innenfor normale feilmarginer og usikkerhet knyttet til prosjektet. Det var heller ikke vurdert som sannsynlig at oppstart av borekontrakten ville bli forsinket. Oslo Børs oppfatter situasjonen slik at det på dette tidspunktet sannsynligvis var for tidlig å informere markedet.

Fredag den 3. mai 2002 om ettermiddagen fikk man imidlertid det første anslaget på kostnadsøkningene. Dette viste at kostnadsøkningen var på 28 mill USD, dvs. totale kostnader på 53 mill USD sammenlignet med tidligere estimater på 23 mill USD. Dette synes for Oslo Børs å være et betydelig beløp, både fordi det er en dobling av de tidligere anslagene, og fordi totalbeløpet er på størrelse med totale driftskostnader før avskrivninger og nedskrivninger for hele 2001. Selskapet har i sin tilbakemelding påpekt at man må skille mellom behov for revurdering av anslag og utfallet av revurderingen. Videre påpeker selskapet at en revurdering ikke nødvendigvis fører til en endring. På bakgrunn av denne vesentlige betydningen av opplysningene, er Oslo Børs likevel av den oppfatning at selskapet allerede på dette tidspunktet kunne informert markedet om mulige nye kostnadsoverskridelser. Det anses at det om ettermiddagen fredag den 3. mai 2002 forelå tilstrekkelig sannsynlighet for at en betydelig kostnadsøkning ville inntreffe. Selskapet hevder i sitt tilsvarende av 22. juli 2002 at tallene i perioden 3. mai til 8.

mai 2002 endret seg mer eller mindre løpende i en dynamisk prosess som selskapet ikke var herre over. Det vises imidlertid til det som er anført ovenfor, nemlig at informasjonsplikten normalt inntreffer tidligere i de tilfeller hvor informasjonen gjelder "endringer i forhold som tidligere er meddelt børsen". Avhengig av hvor sent på ettermiddagen selskapet hadde disse opplysningene, skulle offentliggjøring skjedd samme dag eller senest mandag 6. mai 2002 før børsens åpningstid.

Oslo Børs har i utgangspunktet lagt til grunn at det i løpet av helgen den 4. og 5. mai 2002 ble sannsynlig at kostnadsoverskridelsene også ville medføre forsinket oppstart av borekontrakten. Konsekvensene av en slik forsinkelse anses også å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer ettersom dette medfører forskyvinger i forventet inntektsstrøm, og likviditetsbehovet forsterkes. Selskapet hevder imidlertid i sin tilbakemelding at det først var i forbindelse med styremøtet om kvelden den 7. mai 2002 at man la til grunn at det ville bli forsinkelser knyttet til oppstartstidspunktet. Børsen tar dette til etterretning.

Det framkommer i kommunikasjonen med selskapet at det den 3. mai 2002 ble klart at den planlagte finansieringen på 35 mill USD muligens ikke var tilstrekkelig. At selskapet hadde et behov for ytterligere kapitaltilførsel utover det som tidligere var offentliggjort, anses også å være informasjon av betydning for kursen på selskapets aksjer. Dette skulle derfor etter Oslo Børs' vurdering blitt offentliggjort fredag den 3. mai 2002 dersom informasjonen var kjent for selskapet før børsens stengtids tid samme dag. Eventuelt skulle offentliggjøring vært foretatt mandag 6. mai 2002 før børsåpning.

Videre i prosessen der selskapet vurderte kostnadsoverskridelsenes størrelse, tidspunkt for levering av riggen og behovet for ytterligere kapital, økte sikkerheten med hensyn til størrelsen på kostnadsoverskridelsene, tidspunktet for utsatt levering og hvordan finansiering skulle sikres. Mandag 6. mai 2002 før børsens åpningstid hadde selskapet likevel tilstrekkelig sikker informasjon om nye kostnadsoverskridelser og finansieringsløsning til at markedet burde vært informert om disse forhold.

Onsdag den 8. mai før kl. 14.30 visste selskapet med stor sikkerhet at kostnadsoverskridelsene ville bli på 45 mill USD, selv om ytterligere verifikasjon av tallene ble gjennomført også etter offentligjøringen. Videre var det klart at kapitalbehovet som en følge av dette var økt til mellom 75 og 80 mill USD, og at leveringsdato for riggen måtte utsettes til 3. kvartal. Selskapet valgte likevel å avvente styrets behandling av opplysningene før markedet ble informert gjennom børsmelding før åpningen den påfølgende børsdag.

### 7.3 Oppsummering

Børsen er av den oppfatning at Ocean Rig skulle offentliggjort opplysninger om nye kostnadsoverskridelser og ytterligere kapitalbehov fredag 3. mai 2002 om ettermiddagen, eventuelt senest mandag 6. mai 2002 før børsens åpningstid. De mer detaljerte opplysningene om størrelse på kostnadene, tidspunkt for utsatt levering og størrelsen på kapitalbehov skulle videre vært meddelt markedet ikke senere enn i løpet av onsdag 8. mai 2002. Det foreligger således brudd på børsforskriften § 5-2 første ledd.

Oslo Børs vil bemerke at selskapet kunne ha tatt kontakt med børsen for å diskutere den situasjon som oppstod, og derved funnet løsning som i større grad ivaretok markedets behov for informasjon.

### 8. Sanksjonsspørsmålet

Etter børsloven § 5-12, jfr. børsforskriften § 25-5, kan børsen ilegge utstedere av børsnoterte finansielle instrumenter et overtredelsesgebyr på inntil 10 ganger årlig kursnoteringsavgift.

Som det fremkommer av pkt. 7 ovenfor, er Oslo Børs av den oppfatning at Ocean Rig har brutt bestemmelsen i børsforskriften § 5-2 første ledd ved ikke rettidig å ha informert markedet om nye kostnadsoverskridelser og ytterligere kapitalbehov samt utsatt leveringstidspunkt på dypvannsriggeren Eirik Raude. Oslo Børs anser en reaksjon i form av et overtredelsesgebyr som en riktig sanksjon i det foreliggende tilfelle, jfr. børsforskriften § 25-5 første ledd.

Oslo Børs har ved sin vurdering lagt til grunn at saken gjelder brudd på en sentral bestemmelse i børsforskriften. Det bemerkes i den sammenheng at selskapets likviditetsmessige situasjon i lengre tid har vært anstrengt, og at nye kostnadsoverskridelser har måttet finansieres etter hvert som de har blitt avdekket, samt at informasjon om utsatt oppstartstidspunkt vil medføre forskyvninger i forventet inntektsstrøm som forsterker likviditetsbehovet. Markedets behov for informasjon har derfor vært stor.

Oslo Børs har ilagt overtredelsesgebyr flere ganger tidligere for brudd på børsforskriften § 5-2 første ledd. Det vises bl.a. annet til sak 59/01 Ocean Rig (børsstyret), sak 1/2000 Alcatel STK (børsklagenemnden), sak 54/00 Normann (børsstyret), 36/00 Fred Olsen Energy (børsstyret), sak 19/98 Opticom (børsstyret), sak 1/98 Brøvig (børsklagenemnden), og sak 158/97 Alvern (børsstyret). I disse sakene er det av børsstyret eller børsklagenemnden ilagt overtredelsesgebyr opp til 2-3 ganger årlig noteringsavgift.

Etter vphl. § 12-1 tredje ledd skal børsen melde fra til Kredittilsynet hvor en børs har grunn til å tro at det foreligger grove eller gjentatte overtredelser av utsteders opplysningsplikt. Ocean Rig ble ilagt et overtredelsesgebyr av Oslo Børs i 2001 (sak 59/01) for brudd på børsforskriften § 5-2 første ledd. Saken gjaldt spørsmålet om Ocean Rig hadde brutt informasjonsplikten da selskapet inngikk en avtale med Friede Goldman verftet som løste tvisten som hadde oppstått i forbindelse med ferdigstillingen av og leveringen av to rigger. avtalen ble inngått 10. mars 2001, mens informasjon om avtalen ble ført offentliggjort i børsens meldingssystem den 12. mars 2001. Oslo Børs kom til at Ocean Rig burde ilegges et overtredelsesgebyr på 2 ganger årlig kursnoteringsavgift for overtredelsen.

Kredittilsynet er orientert om herværende sak. Administrasjonen og Kredittilsynet er blitt enige om en praksis hvor børsen vurderer om en sak er mer egnet for straffeforfølgning enn overtredelsessak, og for å unngå "dobbeltraff" problemstillinger kun oversende saken til Kredittilsynet. Børsen mener at ingen av de to sakene alene eller samlet har en grovhet som gjør politianmeldelse som mer relevant. Børsstyret mener således at et overtredelsesgebyr vil være riktig sanksjonsform.

Ut fra tidligere praksis og etter en helhetsvurdering, hvor det bl.a har blitt lagt vekt på tiden det gikk fra informasjonsplikt inntrådte for Ocean Rig og frem til selskapet informerte markedet om de nye kostnadsoverskridelsene, kapitalbehovet og det utsatte leveringstidspunktet, er børsen kommet til at overtredelsesgebyret passende bør settes til 1 gang årlig kursnoteringsavgift. En gang årlig kursnoteringsavgift utgjør for Ocean Rig NOK 100.000.

## 9. Vedtak

Børsstyret vedtok å ilegge Ocean Rig ASA et overtredelsesgebyr tilsvarende 1 -en- gang årlig kursnoteringsavgift, jfr. børsforskriften § 25-5, for brudd på børsloven § 5-7, jfr. børsforskriften § 5-2.

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden. Klagefristen er 2 -to- uker.

### **5.1.6 Intellinet ASA – Konkurs - Mulige overtredelser av selskapets informasjonsplikt etter børsloven og børsforskriften (brev til Kredittilsynet av 29.08.02)**

Den 12. juli 2002 meldte det børsnoterte selskapet Intellinet ASA at styret samme dag hadde besluttet å begjære oppbud av selskapet. Videre fattet Oslo Børs den 16. juli 2002 vedtak om å stryke selskapets aksjer fra notering.

...

Det presiseres imidlertid at en gjennomgang av de øvrige forholdene omhandlet i børsens korrespondanse med selskapet vil kreve ytterligere informasjon om selskapet. Etter at selskapets styre har begjært oppbud og selskapets aksjer er strøket fra notering, har børsen verken den praktiske kontakt med selskapet og trolig ikke de rettslige hjemler til å innhente informasjon etter børsloven § 5-7 annet ledd. Det er børsens vurdering at overtredelser som gjelder tidligere børsnoterte selskaper som er gått konkurs vanligvis vil være mer egnet for samlet gjennomgang av offentlige tilsyns- eller påtalemyndighet enn overtredelsesgebyrer. Børsen har derfor valgt å ikke forfølge saken videre overfor konkursboet, men oversende saken til Kredittilsynet.

I medhold av verdipapirhandelloven § 12-1 tredje ledd annet punktum skal børsen meddele Kredittilsynet dersom det foreligger grove eller gjentatte overtredelser av utsteders opplysningsplikt etter børsloven § 5-7. Med forbehold om at saken ikke er fullt opplyst har børsen ut fra det foreliggende materialet grunn til å tro at de mulige overtredelsene sett i sammenheng med mistanke om brudd på taushetsplikten utgjør et grovt brudd. Det legges da vekt på at mistanken gjelder flere forhold. I vurderingen av sakens grovhet har det også betydning at hensynet til verdipapirmarkedet gjennom informasjonsplikten ivaretas også for selskaper med store økonomiske problemer.

## **5.2 UTTALELSER OM INFORMASJONSPLIKT**

### **5.2.1 STB – Informasjon om total return swap (brev av 15.10.02)**

Det vises til tidligere korrespondanse i saken, senest Deres brev 29. august 2002. Vi har nå avsluttet vår behandling av saken. Nedenfor følger våre konklusjoner.

#### Regnskapsmessig behandling

Saken har vært behandlet i børsens rådgivende regnskapsutvalg. Basert på denne behandlingen har Oslo Børs konkludert med at vi, basert på den informasjon som er gitt oss, ikke har kommentarer til regnskapsføringen i selskapets resultat og balanse.

Når det gjelder tilleggsinformasjon gitt i noter stiller vi imidlertid spørsmål ved om kravene i regnskapsloven § 7-5 om opplysninger om finansiell markedsrisiko kan sies å være oppfylt i selskapets årsrapport for 2001. Det vises i den forbindelse også til NRS (HU) Opplysninger om finansiell risiko og bruk av finansielle instrumenter. Slik vi ser det er ikke opplysningene i note 8 og 32 tilstrekkelige til å kunne vurdere den finansielle markedsrisiko for de opplistede instrumenter (herunder total return swap).

Basert på den praksis som synes å eksistere på området finner vi imidlertid ikke å kunne gå videre med saken på det nåværende tidspunkt. Vi forventer imidlertid at selskapet i sin fremtidige rapportering utvider tilleggsinformasjonen i noter for å tilfredsstille kravene i regnskapsloven, jf NRS (HU) Opplysninger om finansiell risiko og bruk av finansielle instrumenter.

([----] se pkt 8.1.2 om meldeplikt)

### **5.2.2 Kontantstrømoppstilling i delårsrapporteringen for finansieringsinstitusjoner notert på Oslo Børs (brev av 28.11.02)**

Oslo Børs gjennomførte nylig en undersøkelse for å avdekke hvorvidt kravene i børsforskriften og i NRS Delårsrapportering oppfylles i forbindelse med de børsnoterte selskapenes delårsrapporter. Konklusjonen var at et flertall av selskapene har mangler eller svakheter i delårsrapportene, og en av manglene som går igjen er utelatt rapportering av kontantstrømoppstilling. Ser en isolert på finansieringsselskaper er det svært få som viser en kontantstrømoppstilling i delårsrapporten. I et brev av 11. oktober 2002 som ble sendt til selskaper med svakheter i delårsrapporten, oppsummerte vi resultatet av undersøkelsen og påpekte at det enkelte selskap måtte gjøre en gjennomgang av sin delårsrapport i forhold til de krav børsforskriften og delårsrapporteringsstandardene krever. I forbindelse med at Oslo Børs sendte ut dette brevet har vi fått en del forespørsler fra finansieringsinstitusjoner vedrørende hvordan disse bør forholde seg i forhold til utarbeidelse av kontantstrømoppstilling i delårsrapporteringen. Med bakgrunn i dette tok Oslo Børs opp problemstillingen på Regnskapskonferansen 4. november 2002.

Av punkt 25 d i delårsrapporteringsstandardene fremgår det at delårsrapporten skal inneholde kontantstrømoppstilling for hittil i år med sammenlignbare tall for samme periode i foregående regnskapsår. For siste delårsperiode i regnskapsåret kan kontantstrømoppstillingen utelates. I fotnote 2 er det imidlertid inntatt et unntak fra punkt 25 d for finansbedrifter;

*“Finansieringsinstitusjoner trenger ikke å utarbeide kontantstrømoppstilling etter denne standard. Kravene til kontantstrømoppstilling for finansieringsinstitusjoner er regulert i forskrift.”*

Det er ikke utarbeidet egen forskrift med krav til kontantstrømoppstilling for delårsrapporter for finansieringsinstitusjoner. Etter hva Oslo Børs erfarer var begrunnelsen for å ta inn ett slikt unntak at NRS ikke ønsket at delårsrapporteringsstandardene skulle inneholde særskilte reguleringer eller bestemmelser for enkelte bransjer. Standardene er oppgitt til å i hovedsak være i samsvar med IAS 34 som ikke inneholder slike unntak for en enkelt bransje.

Finansnæringen er av den oppfatning at det ikke er utarbeidet en mal for kontantstrømoppstilling som har tilfredsstillende informasjonsverdi for bedriftene i bransjen. Det er derfor heller ikke praksis for finansbedrifter å utarbeide en kontantstrømoppstilling i delårsrapporten. I NRS (F) Kontantstrømoppstilling står det at det for finansnæringen er spesielle problemstillinger hvor løsninger fremdeles diskuteres og inntil videre er derfor standarden å anse som en veiledning for finansnæringen. Standarden gir imidlertid ett eksempel på kontantstrømoppstilling for finansieringsinstitusjoner.

I forskrift om årsregnskap m.m. for banker, finansieringsforetak og morselskap for slike regulerer kapittel 9 delårsregnskap for denne type selskaper. Forskriftens § 9-2, som omfatter omfanget av delårsregnskapet stiller ikke noe krav om kontantstrømoppstilling. Børsforskriften § 6 stiller heller ikke krav om kontantstrømoppstilling i delårsrapporten for børsnoterte foretak. Basert på de reguleringer som i dag finnes er det derfor ikke krav om kontantstrømoppstilling i delårsrapporten for finansinstitusjoner.

Årsregnskapsforskriften stiller heller ikke krav om kontantstrømoppstilling i årsregnskapet. Finansieringsinstitusjoner må i tillegg til årsregnskapsforskriften følge regnskapsloven og iht. regnskapsloven § 3-2 skal årsregnskapet inneholde kontantstrømoppstilling. Årsregnskapsforskriften gir ikke unntak fra denne regelen og finansieringsinstitusjoner må derfor utarbeide kontantstrømoppstilling i sine årsregnskap.

Siden finansbedriftene må utarbeide kontantstrømoppstilling i årsregnskapet forutsetter Oslo Børs at næringen arbeider med å finne en oppstillingsplan som gir best mulig informasjon basert på den næringen som drives. Oslo Børs kan ikke se noen grunn til at børsnoterte finansbedrifter ikke skulle utarbeide kontantstrømoppstillinger også i den løpende delårsrapporteringen.

Basert på ovennevnte oppfatter Oslo Børs at fotnote 2 i delårsrapporteringsstandarden har fått en uheldig formulering og at tanken var at bransjen selv skulle finne en løsning på problemstillingen. Begrunnelsen er som nevnt ovenfor at det ikke skulle tas inn særskilte formuleringer vedrørende kontantstrømoppstilling for finansnæringen i delårsrapporteringsstandarden, men henvises til egne bestemmelser.

Per i dag er det ikke utarbeidet noen egen forskrift for kontantstrømoppstilling for finansbedrifter og etter hva Oslo Børs har skjønt arbeider heller ikke Kredittilsynet med en slik forskrift.

NRS Delårsrapportering er i all hovedsak i samsvar med IAS 34 Interim Financial Reporting. IAS 34 gir ikke noen særskilt unntak for finansnæringen. Videre er praksis blant store internasjonale finansbedrifter å utarbeide kontantstrømoppstilling i delårsrapporteringen. Oslo Børs ser ingen grunn til at finansnæringen i Norge skal ha en annen praksis enn hva som er vanlig internasjonalt. I 2005 skal alle børsnoterte selskaper i Europa implementere IFRS. Det vil si at IAS 34 vil bli obligatorisk for alle noterte selskaper på Oslo Børs. Første kvartal 2005 vil bli første delårsperiode hvor IAS 34 skal følges. Siden det skal utarbeides sammenligningstall vil det også for 1. kvartal 2004 være nødvendig å utarbeide en kontantstrømoppstilling. Med tanke på at det er kort tid igjen til 2004, vil vi anbefale finansbedriftene å innarbeide kontantstrømoppstilling i delårsrapportene så raskt som mulig.

Oppsummering

Slik regelverket er formulert i dag er det ikke krav til kontantstrømoppstilling i delårsrapporteringen for finansieringsinstitusjoner. Oslo Børs vil allikevel anbefale at alle børsnoterte finansieringsforetak utarbeider en kontantstrømoppstilling i sin delårsrapportering.

### **5.2.3 GNO – Regnskapsmessig behandling av utgifter ved annenhåndssalget (brev av 15.10.02)**

Det vises til diskusjonen omkring den regnskapsmessige behandlingen av utgiftene ved annenhåndssalget i forbindelse med omdanningen av Gjensidige NOR Sparebank. Spørsmålet har nå vært drøftet i børsens rådgivende regnskapsutvalg, og vi vil med dette informere om at Oslo Børs opprettholder sitt standpunkt om at utgiftene i forbindelse med annenhåndssalget ikke kan belastes egenkapitalen. Utgiftene må etter vårt syn resultatføres som kostnad.

Vårt standpunkt baserer seg på at utgiftene ved annenhåndssalget for det første ikke kan anses å være en del av utgiftene ved de kapitalforhøyelser som ble gjennomført ved omdanningen, og for det andre ikke kan sies å relatere seg til en egenkapitaltransaksjon for selskapet. Slik vi ser det er utgiftene relatert til et salg av aksjer på vegne av aksjonærene, og kan således ikke belastes selskapets egenkapital direkte. Selv om det kan argumenteres for at det samme sluttresultat kunne vært oppnådd ved at selskapet hadde kjøpt egne aksjer for deretter å selge dem videre, er vi av den oppfatning at den struktur som faktisk er valgt må være førende for den regnskapsmessige behandlingen.

Dette kan klarest illustreres i forbindelse med de aksjonærer som frivillig kunne selge sine aksjer i annenhåndssalget. Den informasjon vi har fått om den faktiske gjennomføring av transaksjonen for disse aksjonærene viser at aksjonærene fikk sine

aksjer utstedt til seg i VPS, og således overtok eierskapet til aksjene før disse senere ble solgt på vegne av dem i annenhåndssalget. Gjensidige NOR ASA hadde, etter det vi forstår, ikke på noe tidspunkt risiko for eller kontroll med disse aksjene. Den mest naturlige regnskapsmessige behandling av de utgifter Gjensidige NOR ASA hadde med å selge disse aksjene på vegne av aksjonærene, er således resultatføring som kostnad.

Når det gjelder de aksjonærer som fikk sine aksjer solgt uten å kunne velge en annen løsning, er situasjonen noe forskjellig. Vi anser imidlertid ikke disse forskjellene å være tilstrekkelige til å forsvare en annen regnskapsmessig løsning. Etter en totalvurdering er vi derfor av den oppfatning at disse utgiftene må behandles på samme måte som de øvrige utgiftene ved annenhåndssalget.

Etter vårt syn må derfor de totale utgifter ved annenhåndssalget skilles ut og resultatføres som kostnad. Dersom selskapet har ytterligere informasjon eller kommentarer i forbindelse med ovennevnte ser vi gjerne at dere tar kontakt.

#### **5.2.4 Svar på søknad om utsettelse av opplysningsplikten etter børsforskriften § 5-3 fjerde ledd (brev av 15.08.02)**

Det vises til møtet avholdt på Oslo Børs 13. august 2002, samt telefakser fra Elkem ASA ("Elkem") av 13. og 14. august 2002 hvor det anmodes om utsettelse av opplysningsplikten i henhold til børsforskriften § 5-3 fjerde ledd.

##### 1. Begrunnelsen for søknaden

Elkem har i hovedsak begrunnet søknaden med følgende:

Elkem ASA er i ferd med å gjennomføre et pliktig tilbud på samtlige utestående aksjer i Sapa AB ("Sapa"). Budet ble presentert gjennom presse/børsmelding 1. august 2002, og det er videre utarbeidet et tilbudsdokument iht de svenske børsreglene. Dette er offentlig fra og med 13. august 2002 er tilgjengelig både hos Elkems rådgiver Enskilda Securities, på Elkems kontor og på selskapets internett side. Tilbudsperioden løper fra 13. august 2002 til og med 2. september 2002, med mulighet for forlengelse. Det er overveiende sannsynlig at Elkem enten gjennom kjøp av aksjer i markedet eller gjennom aksepter av tilbudet vil passere en eierandel på 50%, og at Sapa deretter vil være et fullt konsolidert datterselskap av Elkem.

Kommer Elkem opp i en eierandel på 50% gjennom kjøp i markedet, vil dette iht de svenske børsreglene utløse umiddelbar flaggeplikt i Sverige. Eierandelen beregnes for dette formål på basis av antall utstedte aksjer i Sapa, dvs uten korreksjon for Sapas beholdning av egne aksjer, og uten å hensynta eventuelle fremtidige konverteringer av konvertible lån m.v. Flaggemeldingen som på dette tidspunkt må sendes vil være relativt enkel og kun redegjøre for selve den flaggepliktige transaksjonen samt Elkems aksjeinnhav i Sapa etter kjøpet.

Dersom ovennevnte situasjonen oppstår i tilbudsperioden, ønsker Elkem kun å sende en kopi av den svenske flaggmeldingen til Oslo Børs samt Frankfurt-børsen, eventuelt med referanse til at en fullstendig børsmelding iht børsforskriften § 5-3 vil bli sendt ved tilbudsperiodens avslutning.

Dersom Elkem passerer 50% grensen gjennom det formelle tilbudet, vil dette først bli avklart etter tilbudsperiodens avslutning. Dette skyldes bl.a. at avgitte aksepter under visse omstendigheter kan tilbakekalles helt fram til umiddelbart før tilbudsperiodens avslutning.

Det svenske regelverket tilsier at det etter tilbudsperiodens avslutning, og når omfanget av aksepter er endelig fastslått, blir sendt en børsmelding som redegjør for utfallet av tilbudet. Elkem anmoder om at selskapet først på dette tidspunktet offentliggjør de opplysninger som fremgår av børsforskriften § 5-3 i den grad disse ikke tidligere er offentliggjort. Det vises i denne sammenheng til at proforma tallene i ikke ubetydelig grad kan påvirkes av hvilken eierandel Elkem faktisk får gjennom tilbudet, og at selskapet derfor lett kan komme til å gi markedet et feilaktig inntrykk av konsekvensen



av transaksjonen dersom det skulle presenteres proforma tall i forbindelse med en eventuell passering av 50% grensen før tilbudsperioden er avsluttet.

## 2. Rettslig utgangspunkt

Av børsforskriften § 5-3 første ledd fremkommer:

*"Ved avtale om erverv eller avhendelse av virksomhet der enten selskapets driftsinntekter, årsresultat eller markedsverdi utgjør 15 prosent eller mer av tilsvarende tall for selskapet før ervervet eller avhendelsen, skal selskapet i tillegg til å gi opplysninger som nevnt i § 5-2 gi børsen de opplysninger som er nevnt i tredje ledd. Det samme gjelder ved erverv eller avhendelse av eiendeler hvor vederlaget utgjør 15 prosent eller mer av den balanseførte verdien av selskapets samlede eiendeler før ervervet eller avhendelsen. Utgjør ervervet eller avhendelsen mellom 5 og 15 prosent skal selskapet i tillegg til å gi opplysninger etter § 5-2 gi børsen de opplysningene som er nevnt i tredje ledd nr. 1 og 2."*

Opplysningene som skal gis etter børsforskriften § 5-3 tredje ledd er bl.a. opplysninger om kjøpesum/salgssum, oppgjørsform, resultat- og balanseposter for den ervervede/avhendede virksomheten siste to regnskapsår, beskrivelse av virksomheten, vesentlige eiendeler og forpliktelser som ikke fremgår av balansen, særlige forhold som kan ha påvirket historiske regnskaper i den ervervede virksomheten og avtaler i forbindelse med ervervet til fordel for selskapets ledende ansatte eller styremedlemmer mv.

Oslo Børs kan imidlertid gi dispensasjon fra opplysningsplikten i medhold av børsforskriften § 5-3 fjerde ledd som lyder:

*"Børsen kan frita helt eller delvis fra opplysningsplikten etter denne bestemmelsen når de opplysninger som skal gis ikke antas å ha betydning for vurderingen av de børsnoterte aksjene."*

## 3. Oslo Børs vurdering

Oslo Børs legger til grunn at opplysningsplikten etter 5-3 første ledd oppstår på det tidspunkt Elkem er blitt eier av mer enn 50% av aksjene i Sapa, siden Sapa senest på dette tidspunkt vil utgjøre et datterselskap av Elkem, jfr. asal. § 1-3.

Spørsmålet er derfor om utsettelse av opplysningsplikten skal innvilges etter børsforskriften § 5-3 fjerde ledd.

Børsforskriften § 5-3 fjerde ledd sier ikke eksplisitt at Oslo Børs kan utsette selskapets opplysningsplikt. Bestemmelsen hjemler etter ordlyden kun en adgang for Oslo Børs til å frita selskapet helt eller delvis fra opplysningsplikten. Basert på et "fra-det-mer-til-det-mindre-prinsipp" er Oslo Børs likevel av den oppfatning at så lenge det er hjemmel til å frita for opplysningsplikten, må børsen også kunne utsette tidspunktet for opplysningsplikten dersom det antas at de øvrige vilkår i børsforskriften § 5-3 fjerde ledd er oppfylt.

Basert på ovennevnte faktum er Oslo Børs kommet til at det bør gis utsettelse med hensyn til informasjonsplikten i børsforskriften § 5-3 første ledd frem til tilbudsperioden utløper 2. september 2002, evt. 9. september 2002.

Dette begrunnes med at proforma tallene som skal oppgis i medhold av børsforskriften § 5-3 tredje ledd nr. 3, i ikke ubetydelig grad kan påvirkes av hvilken eierandel Elkem faktisk får gjennom det pliktige tilbudet, og at selskapet derfor lett kan komme til å gi markedet et feilaktig inntrykk av konsekvensen av transaksjonen dersom det skulle presenteres proforma tall i forbindelse med en eventuell passering av 50% grensen før

tilbudsperioden er avsluttet. Det kan således være mer hensiktsmessig at selskapet først gir melding når tilbudsperioden er avsluttet.

Det bemerkes videre at det vil være kort avstand i tid fra Elkem faktisk kan oppnå 50% eierandel i Sapa utenfor tilbudet og frem til tilbudsperioden utløper. Videre bemerkes at både Sapa og Elkem er børsnoterte selskaper, og markedet er derfor godt informert om selskapene og det pågående oppkjøpet. Det antas derfor at utsettelsen ikke får betydning for vurderingen av selskapets aksjer.

Det forutsettes imidlertid at Elkem offentliggjør kopi av den svenske flaggmeldingen i Oslo Børs' meldingssystem straks 50% eierandel er oppnådd i Sapa, samt at det i den sammenheng opplyses at melding etter børsforskriften § 5-3 første ledd, jfr. tredje ledd vil bli sendt straks tilbudsperioden er avsluttet 2. september 2002, evt 9. september 2002.

### **5.2.5 EDB – Resultatvarsel etter bf § 5-3. Finansiell rapportering i forbindelse med 1. kvartal 2002 (brev av 28.08.02)**

Det vises til tidligere korrespondanse i sakens anledning. Selskapet ble i brev av 31. mai 2002 varslet om at Oslo Børs vurderte sak angående overtredelse av børsforskriftens regler om informasjonsplikt etter børsforskriften § 5-2 og plikt til å sende resultatvarsel etter børsforskriften § 5-4. Advokat Kim Dobrowen i Thommesen Krefting Greve Lund har på vegne av selskapet i brev av 14. juni gitt sitt tilsvarende svar til børsens foreløpige utkast til innstilling til børsstyret. Mandag 19. august 2002 ble selskapet, ved finansdirektør Eli Giske muntlig varslet om at børsens administrasjon hadde besluttet å ikke ville fremme forslag om overtredelsessak for børsstyret i forbindelse med ovennevnte sak.

Basert på selskapets tilsvarende svar, herunder en grundig gjennomgang av hva selskapet gjennom tidligere delårsrapporter og på annen måte har kommunisert av fremtidsutsikter til markedet, har børsen funnet at det ikke er tilstrekkelig grunnlag til å hevde at selskapet har brutt børsforskriften §§ 5-2 eller 5-4. Børsen er likevel av den oppfatning at selskapet, blant annet gjennom de analytikerestimater som forelå i markedet, burde ha forstått at markedets forventninger var vesentlig avvikende fra de resultater selskapet offentliggjorde for 1. kvartal 2002.

For selskap som følges av flere analytikere vil estimatene kunne gi et godt bilde på markedets oppfatning av den informasjonen som er kommunisert fra selskapet. Betydelige avvik mellom selskapets oppnådde resultater og antatte estimater kan indikere at selskapets informasjonsgivning til markedet ikke har vært tilstrekkelig god til at markedsaktørene har kunnet gjøre seg opp en velbegrunnet oppfatning om selskapets virksomhet i kvartalet. Markedets reaksjon etter offentliggjøring av resultat for 1. kvartal 2002 viser at tallene kom overraskende på markedsaktørene. Aksjekursen falt 24% umiddelbart etter børsens åpningstid samme dag som meldingen ble offentliggjort, sammenlignet med sluttkurs dagen før. På slutten av handelsdagen var fallet på hele 26%. De vurderinger av fremtidsutsikter som selskapet ga i sin 4. kvartalsrapport for 2001 fremstår i ettertid som uklare, ufullstendig og uten tilstrekkelige forutsetninger. Dette kan ha bidratt til avviket mellom forventninger og faktisk resultat.

Det vises i denne forbindelse også til børs sirkulære nr. 15/99 hvor følgende er inntatt:

*"Dersom enkelte analytikere og/eller markedet for øvrig etter selskapets oppfatning har for høye eller for lave estimater, og selskapet ønsker å gjøre oppmerksom på dette, skal dette skje ved en børs melding."*

Guiding av markedet må skje på en måte som sikrer lik og samtidig informasjon til markedsaktørene. Det er ikke korrekt som selskapet antyder i sitt tilsvarende svar av 14. juni 2002 at børsens forståelse på dette punktet er endret. Børsen stiller seg noe undrende til

at selskapet kan ha oppfattet at børsen har endret oppfatning på dette punkt. Er det uklarheter knyttet til dette, bistår vi imidlertid gjerne med en gjennomgang.

### **5.2.6 Kommunikasjon mellom Statoil og staten som største aksjonær (brev av 09.08.02)**

I vårt arbeide med å skape tillit til børsen og det norske verdipapirmarkedet er Oslo Børs avhengig av at alle aktører opptre profesjonelt og i tråd med regelverket på børs- og verdipapiriområdet. I den forbindelse tillater vi oss å komme med noen betraktninger og kommentarer til en artikkel i Dagens Næringsliv torsdag 8. august 2002.

Artikkelen omhandler forholdene rundt Maury Devines fratreden fra styret i Statoil. I den forbindelse er det gjengitt et intervju med Dem hvor det diskuteres på hvilken måte kommunikasjonen med Statoil og den største aksjonæren skal foregå. Slik Dagens Næringsliv har gjengitt saken er intervjuet etter vår oppfatning egnet til å reise tvil ved statens holding til i hvilken grad kurssensitiv informasjon skal tilflyte staten som aksjonær på andre måter enn det som følger av børsregelverket. Vi tenker da spesielt på spørsmålet om staten får tilgang til kurssensitiv informasjon på et tidligere tidspunkt enn resten av markedet. Med forbehold om at intervjuet i Dagens Næringsliv er korrekt gjengitt av avisen ønsker vi derfor å påpeke hvor viktig det er at staten opptre på en slik måte at all tvil omkring korrekt informasjonsflyt til markedet fjernes.

Statoil er et av Norges viktigste børsnoterte selskaper, og det er gjenstand for stor interesse fra både norske og utenlandske investorer. Særlig de utenlandske investorene er opptatt av forholdet mellom Statoil og staten som majoritetseier. Det er en kjent sak at det norske markedet står i en særstilling hva gjelder statens eierandel i de børsnoterte selskaper, og det er derfor av stor viktighet for børsen at både vi og staten opptre på en måte som skaper tillit til at de vanlige informasjonsregler og likebehandlingsprinsipper følges uavhengig av hvilke typer eiere selskapene har.

Skal vi klare å opprettholde og øke denne tilliten må alle aktører både opptre og kommunisere på en måte som ikke levner tvil om at spillereglene følges. Selv om vi har all grunn til å tro at Statoil og staten håndterer forholdet seg imellom på en korrekt og profesjonell måte, er det uheldig at det kommer slike oppslag som i Dagens Næringsliv. Vi tillater oss derfor nok en gang å understreke viktigheten av at representanter for eierne av statlige selskaper bestreber seg på å besvare spørsmål om informasjonsflyten fra de børsnoterte selskapene til staten, på en slik måte at det klart og entydig fremgår at informasjons- og likebehandlingsprinsippene i verdipapirmarkedet følges.

Noteringen av Telenor og Statoil har vært betydningsfull for Oslo Børs og det norske verdipapirmarked og selskapene har vært med på å løfte kvaliteten på hele det norske markedet. Det er således viktig at eierne er seg sin profesjonelle rolle bevisst.

Vi håper De har forståelse for våre synspunkter, og vi står mer enn gjerne til disposisjon dersom De har spørsmål eller ønsker å diskutere disse forholdene nærmere.

### **5.2.7 IGE – informasjon om ex-dato (brev av 02.09.02)**

Vi viser til børsmelding av 27. august 2002 kl. 10:22 hvor International Gold Exploration IGE AB meldte om rettet emisjon med etterfølgende videresalg av nyemitterte aksjer mot de eksisterende aksjonærer som ikke fikk delta i den rettede emisjonen. I børsmeldingen fremgikk følgende:

*"Genom vidareförsäljning av nyemitterade aktier kommer även övriga aktieägare, som var registrerade i VPS per den 26 augusti 2002, att erbjudas att delta till samma kurs (0,25 NOK). Teckningsrätter kommer sålunda inte att utfärdas. Tidpunkt för vidareförsäljning av aktier och publicering av prospekt kommer att meddelas senare"* (vår understrekning).

Ut fra meldingen var det ikke mulig å fastslå med sikkerhet hvilken dag IGE hadde lagt opp til at aksjen skulle gå ex rettigheten til å delta i det etterfølgende videresalget. Dersom man legger til grunn de vanlige oppgjør rutiner i det regulerte aksjemarkedet, vil man for eksempel kunne tolke meldingen dit hen at aksjen gikk ex rettigheter midt i den foregående uken (aksjer blir registrert i VPS på T+3). Oslo Børs ba derfor om en nærmere avklaring av dette forhold. Følgende ble etter dette presisert i en børsmelding kl. 13:05 samme dag:

*"Det presiseres at videresalg av aksjer vil bli tilbudt selskapets aksjonærer pr. 26. august. Således har aksjen gått ex. kjøpsrett i dag, 27. august. Selskapet vil komme tilbake med informasjon om omfanget av videresalget, og dermed hvor mange aksjer den enkelte aksjonær vil få rett til å tegne.*

Her fremgår det at aksjen gikk ex den 27. august, samme dag som meldingen om emisjonen og videresalget ble offentliggjort i markedet.

I børssirkulære nr. 6/2001 har Oslo Børs presisert hva de børsnoterte selskapene må foreta seg i forbindelse med blant annet utstedelse av rettigheter til å delta i emisjoner. Fra sirkulæret hitsettes følgende:

*"I forbindelse med selskapets beslutninger som medfører at aksjen handles eksklusive rettigheter fra en gitt dato (ex-dato), vil Oslo Børs presisere at i tillegg til at selskapet har en uoppfordret og umiddelbar informasjonsplikt, er det viktig at børsen mottar informasjon om dette forholdet senest i løpet av siste handelsdag aksjen handles inklusive rettighetene. Dette innebærer at aksjen tidligst kan handles eksklusive en rettighet dagen etter at beslutningen er fattet og offentliggjort via børsens informasjonssystem. Det skyldes at markedet skal ha en rimelig mulighet til å forberede kursjusteringen på ex-datoen samt at børsen skal ha mulighet til å beregne korrekt justeringsfaktor i forhold til ny referansekurs (dvs. aksjekurs eksklusive en rettighet)."*

Det fremgår videre i sirkulæret at informasjon om hvem som har rett til å delta i emisjoner osv bør relateres til hvilken dag man senest må ha kjøpt aksjen, og ikke til hvilken dag man må være registrert i VPS. Dersom det foreligger usikkerhet om hvordan en spesiell transaksjon skal håndteres, eller det foreligger særlige behov for å gjennomføre transaksjoner som går på tvers av det som anbefales i sirkulæret, er selskapene gitt en klar henstilling til å kontakte børsen i forkant.

I IGE sitt tilfelle ble flere av retningslinjene i sirkulæret ikke fulgt. Markedet fikk først informasjon samme dag som aksjen gikk ex rettigheter, den første meldingen om dette skapte i tillegg unødvendig usikkerhet ved å relatere rettigheten til registreringsdatoen i VPS, og børsen ble ikke kontaktet i forkant. På grunn av at emisjonskursen var høyere eller lik siste omsatte kurs den 26. august 2002, ble imidlertid ikke Oslo Børs' indekser og justerte historikk på selskapet feil.

Basert på ovenstående ønsker Oslo Børs å påpeke at vi finner selskapets håndtering av de noteringstekniske sider ved emisjonen og informasjonen rundt dette kritikkverdig. På tross av det utsendte sirkulæret ble det skapt unødig usikkerhet i markedet. Vi forventer at selskapet tar dette til etterretning og sørger for at lignende situasjoner forhindres i fremtiden. Det varsles med dette om at Oslo Børs ved gjentakelse vil kunne innføre sanksjoner mot selskapet.

### **5.3 OPTICOM ASA – LØPENDE DAGLIG MULKT VED MANGLENDE OPPFYLLELSE AV INFORMASJONSPLIKTEN**

#### **1. Innledning**

Saken gjelder Opticom ASAs ("OPC") manglende oppfyllelse av informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2.

Selskapet offentliggjorde 23. januar 2002 at de hadde utvidet sitt samarbeid med Intel og signert ny avtale. Børsmeldingen som ble offentliggjort inneholdt svært lite informasjon om avtalens innhold, og da spesielt den økonomiske betydningen av avtalen for OPC. På denne bakgrunn startet Oslo Børs samtaler med selskapet med tanke på å få selskapet til å offentliggjøre mer utfyllende informasjon om avtalens innhold. Etter at denne prosessen var startet, gikk derimot selskapets administrerende direktør ut og omtalte avtalens inntekspotensiale. Dette førte til at børsen innførte børspause, og deretter suspenderte aksjen inntil tilstrekkelig informasjon om avtalens inntekspotensiale er offentliggjort.

## 2. Kort om selskapet

Opticom er et forsknings- og utviklingsselskap som driver utvikling av ulike teknologier for elektroniske lagrings- og prosesseringssystemer. Systemets teknologi representerer en ny tilnærming til elektronisk datalagring og prosessering. Selskapet har frem til nå utviklet prototypene til et nytt lagrings- og prosesseringssystem, og utfordringene er å føre resultatene videre ut i kommersielle produkter. Strategien for selskapet er å utvikle de konseptuelle løsningene knyttet til optisk lagring og prosessering sammen med eksterne samarbeidspartnere.

Selskapet tar sikte på å være et lisensieringsselskap hvor retten til produksjon og distribusjon lisensieres til potensielle partnere. I november 1999 ble det offentliggjort at selskapet, via sitt heleide datterselskap TFE, har inngått en avtale med Intel. Via avtalen er det etablert ett omfattende utviklingssamarbeid mellom selskapene, og Intel skal selv bidra med betydelige ressurser fra egen utviklingsavdeling. Avtalen gir Intel en opsjon til å lisensiere selskapets teknologi knyttet til organiske lagringsfilmer. Avtalen er senere utvidet og spesifisert, senest meddelt markedet i børsmelding av 23. januar 2002.

## 3. Sakens bakgrunn

Opticom offentliggjorde den 23. januar at de hadde utvidet sitt samarbeid og skrevet ny avtale med Intel. Børsmeldingen inneholdt svært lite konkret informasjon om avtalen og dens fremtidige inntekspotensiale for Opticom.

I forbindelse med børsens vurdering av selskapets håndtering av informasjonsplikten, ble selskapet i brev av 24. januar 2002 bedt om å oversende avtalen til Oslo Børs. Børsen ble først tilbudt å lese avtalen på selskapets kontor. Dette ble gjort 7. februar 2002. Selskapet hadde i den kopien som ble gjort tilgjengelig for børsen fjernet sentral informasjon fra avtalen. Børsen krevde derfor i brev av 11. februar 2002 å få en usensurert kopi av avtalen oversendt. Avtalen ble oversendt børsen 12. februar.

Som en oppfølging av dette, ble det avtalt et møte med selskapets styreformann Thomas Fussell og børsdirektør Sven Arild Andersen og direktør Håvard S. Abrahamsen. Selskapets advokat Morten Opstad deltok også på dette møtet. I møtet ble avtalens innhold diskutert opp mot informasjonsplikten, og det ble avtalt at Opticom skulle vurdere å frigi mer informasjon om avtalen, men at børsen skulle gi selskapet rimelig tid til å diskutere dette internt og med sin avtalemotpart Intel.

Mens dette møtet pågikk la Opticom frem sitt foreløpige årsresultat for 2002. Etter at denne presentasjonen var over, kommenterte administrerende direktør Robert Keith deler av Intel-avtalens inntekspotensial. Følgende sitater er hentet fra [www.dn.no](http://www.dn.no):

- *"Intel-avtalen er mye større enn vi trodde, derfor gjennomførte vi emisjonen"*

- *Vi har en verdi som ikke reflekterer noenting av avtalen"*
- *Vår aksje vil stige flere titalls ganger de neste to til tre år*
- *Vi kan få royalty-inntekter på ett år som er like store som dagens markedsverdi"*

Det er bekreftet av selskapet at uttalelsene er gjengitt omtrent som de falt. Selskapet har derimot hevdet at sitatene er tatt ut av sin sammenheng og "journalistisk spisset". Selskapet har dessuten kommentert uttalelsene i børsmelding av 15. februar 2002.

Oslo Børs har etter dette i brev av 14. februar 2002 bedt selskapet offentliggjøre følgende informasjon om Intel-avtalen:

- selskapets estimat på pris per enhet
- royalty-intervallene og ratene for innefor hver av intervallene
- totalt beløp som OPC vil investere i prosjektet de neste 18 måneder (før produksjonsstart).

Kravene har senere vært drøftet både med selskapets ledelse, og representanter fra Intel. Det er gjennom disse drøftelsene gitt klare signaler fra børsens side at aksjen vil kunne tas opp til handel uten helt spesifikk informasjon om de enkelte punkter, men at det er utelukket å oppheve suspensjonen uten at det gis tilstrekkelig informasjon om hvilket nivå royalty-ratene vil ligge på. Børsen vil måtte vurdere den informasjon som selskapet kommer med, opp mot informasjonsplikten og de uttalelser som er gitt av selskapets ledelse.

#### 4. Saksbehandling

Selskapet, ved styreformann Thomas Fussell, ble i brev av 14. februar 2002 varslet om at børsen ville vurdere å innstille overfor børsstyret på at selskapet ble pålagt løpende daglig mulkt etter børsforskriften § 25-4

#### 5. Selskapets merknader

Oslo Børs har per dato ikke mottatt noen skriftlige merknader fra selskapet i forbindelse med børsens varsel om at det vurderes å ilegge selskapet løpende daglig mulkt.

#### 6. Rettslig utgangspunkt

Informasjonsplikten følger av børsforskriften § 5-2 hvor det blant annet heter:

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

Etter børsforskriften § 23-2 andre ledd jf første ledd skal opplysninger som nevnt i § 5-2 offentliggjøres i børsens informasjonssystem.

Ved manglende oppfyllelse av informasjonsplikten etter børsloven og børsforskriften, kan børsstyret etter børsforskriften § 25-4, jf børsloven § 6-2 pålegge utsteder og/eller utsteders ansatte og/eller tillitsvalgte en løpende daglig mulkt inntil opplysningsplikten er oppfylt. Den daglige mulkt for utsteder kan maksimalt utgjøre kroner 500.000 per dag. Den løpende daglige mulkt for utsteders ansatte og tillitsvalgte kan maksimalt utgjøre kroner 50.000 per dag, per person.

#### 7. Vurdering

Det er børsens vurdering at Intel-avtalen representerer store deler av Opticom's markedsverdi. Selskapet prises i stor grad ut fra en forventning om at hvis selskapet lykkes med å utvikle et produkt som Intel kan benytte kommersielt, så vil dette i fremtiden gi selskapet betydelige royalty-inntekter.

Børsen vurderer det dit hen at ved signeringen av avtalen i januar 2002, så har selskapet kommet ett skritt videre i prosessen frem mot et slikt kommersielt produkt. Det var på denne bakgrunn, sammen med den begrensede informasjon som forelå i markedet, at børsen i første omgang innhentet avtalen. Børsen var også i utgangspunktet villig til å gi selskapet tid til å rådføre seg med sin avtalemotpart før ytterligere informasjon ble offentliggjort.

Det som trigget behovet for børspause og senere suspensjon var derimot administrerende direktør Robert Keiths uttalelser 13. februar 2002. Selskapet kan ikke først begrense informasjonen om Intel-avtalen til et minimum, for deretter å lekke deler på en presentasjon til utvalgte journalister. Det vises i denne sammenheng til børsforskriften § 5-1 tredje ledd hvor det fremgår at dersom selskapet har grunn til å tro at opplysninger som nevnt i første ledd, herunder informasjonspliktige opplysninger, er kjent for eller er i ferd med å bli kjent for uvedkommende, skal selskapet uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre opplysningene i form av en børsmelding.

Det er etter børsens vurdering derfor behov for at selskapet offentliggjør tilstrekkelig informasjon om Intel-avtalens inntektspotensiale til at markedsaktørene selv kan prise denne informasjonen, og vurdere selskapets egne anslag på hvilket nivå dette vil kunne ligge hvis selskapene lykkes med å gjøre produktet kommersielt tilgjengelig.

## 8. Sanksjonsspørsmålet

Som det fremgår av opplysningene ovenfor, har selskapet ikke oppfylt sin informasjonsplikt etter børsforskriften § 5-2. Oslo Børs anser at den manglende informasjonen er av vesentlig betydning for prisingen av selskapets aksjer. Det vurderes derfor som et riktig virkemiddel i det foreliggende tilfelle å pålegge selskapet løpende daglig mulkt, jf børsforskriften § 25-4. Løpende daglig mulkt er ment som et virkemiddel i situasjoner hvor det er nødvendig å legge press på selskapet for å få dette til å offentliggjøre manglende informasjonspliktig informasjon.

Oslo Børs legger til grunn at det i denne saken gjelder brudd på sentrale bestemmelser. Etter Oslo Børs vurdering foreligger det heller ikke noen omstendigheter knyttet til forsinkelsen som tilsier at det ikke skal reageres med løpende daglig mulkt. Allerede den 13. februar var Opticom klar over at børsen ville kreve mer informasjon om avtalens innhold, og selskapet ble i brev av 14. februar varslet om at børsen ville vurdere å innføre daglig mulkt hvis ikke tilstrekkelig informasjon ble gjort tilgjengelig. Børsen har forståelse for at selskapet har behov for å konsultere sin avtalemotpart, men kan ikke legge til grunn at dette skal fritta selskapet fra å oppfylle sin informasjonsplikt over for markedet. Aksjen har vært under børspause fra onsdag 13. februar kl 15.44, og deretter suspendert fra fredag 15. februar kl 09.41. En suspensjon innebærer at ingen av børsens medlemmer kan handle i selskapets aksjer. Dette er en meget alvorlig inngripen i markedsplassen, noe som fører til at selskapets aksjonærer blir skadelidende. Det skal i denne sammenheng også bemerkes at selskapet selv ikke har tatt kontakt med Oslo Børs vedrørende dette forhold etter fredag 15. februar 2002.

Etter børsforskriftens bestemmelser kan børsstyret pålegge utsteder og/eller utsteders ansatte og/eller tillitsvalgte en løpende daglig mulkt inntil opplysningsplikten er oppfylt. I dette tilfelle er det vurdert som korrekt å pålegge selskapet løpende daglig mulkt, men dersom selskapet ikke offentliggjør informasjonen innen rimelig kort tid, må det vurderes

hvorvidt det også skal reageres med løpende daglig mulkt overfor ledende ansatte og styremedlemmer.

Oslo Børs har tidligere kun én gang pålagt noe selskap løpende daglig mulkt, men har ved flere anledninger ilagt overtredelsesgebyr for overtredelse av informasjonsplikten. Etter børsforskriften § 25-4 annet ledd kan den daglige mulkt for utsteder maksimalt utgjøre kroner 500.000 per dag.

Børsen vurderer den informasjon som etterspørres som svært sentral hva gjelder prisingen av selskapets aksjer. Verdipapirmarkedet har krav på å få tilgang til korrekt og rettidig informasjon for selv å gjøre sine vurderinger av hva korrekt pris på en aksje er. Når selskapets ledelse går ut å kommenterer verdien på selskapets aksjer, så må markedet selv gis tilgang til å foreta sin egen vurdering av grunnlaget for dette regnestykket.

Suspensjon er et sterkt virkemiddel hvor verdipapirforetak er rettslig forhindret fra å medvirke i handel med aksjen. Investorer er derfor i praksis forhindret fra å omsette aksjer. Dette er generelt uheldig for markedet, og kan skape store problemer for aksjonærer som har tatt posisjoner i aksjen for å selge disse raskt eller faktisk samme dag. Børsen mener likevel at hensynet til at markedet har tilstrekkelig informasjon i denne saken er et så særlig hensyn at aksjen bør holdes suspendert.

Oslo Børs finner etter en samlet vurdering, og da med spesiell vekt på at selskapet allerede har vært suspendert i seks hele dager, å foreslå at selskapet pålegges en løpende daglig mulkt tilsvarende en halvparten av det maksimale beløp, dvs NOK 250.000 per dag inntil informasjonsplikten er oppfylt. Det foreslås videre at selskapet ilegges løpende mulkt av nevnte størrelse per dag fra og med 25. februar 2002. Bli tilstrekkelig informasjon offentliggjort innen kl 10.00 den 25. februar 2002, pålegges ikke løpende daglig mulkt. Mulkten vil påløpe for hver børsdag hvor tilstrekkelig informasjon om Intel-avtalens inntekspotensial ikke er offentliggjort før børsåpning kl 10.00.

9. Vedtak truffet i ekstraordinært styremøte i Oslo Børs ASA 21. februar 2002.

”Børsstyret vedtok å opprettholde suspensjonen i Opticom ASA så lenge børsdirektøren finner dette nødvendig, dog innenfor tidsbegrensningen gitt i børsforskriften § 25-1.

Opticom ASA pålegges med hjemmel i børsforskriften § 25-4, jf børsloven § 5-13 å betale en løpende daglig mulkt med NOK 500.000 for hver dag fra og med mandag 25. februar 2002 hvor tilstrekkelig informasjon om Intel-avtalens inntekspotensiale ikke er offentliggjort innen børsens åpningstid kl 10.00. Bli tilstrekkelig informasjon offentliggjort innen kl 10.00 den 25. februar 2002, pålegges ikke løpende daglig mulkt.

Børsdirektøren gis fullmakt til å nedsette eller ettergi dagmulkten dersom særlige grunner tilsier det.

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden etter reglene i børsforskriften kap 26. Klagefristen er 2 -to- uker.”



## 6. TILBUDSPLIKT/FRIVILLIG TILBUD

### 6.1 TILBUDSPLIKT

#### 6.1.1 Verdipapirhandelloven § 4-1 siste ledd – fritak for tilbudsplikt

Det vises til Deres email av 26. september 2002 og forutgående telefonsamtale angående ovennevnte bestemmelse.

##### 1. Frem satt problemstilling

Advokatfirmaet Schjødt har bedt om børsens vurdering av følgende problemstilling:

Verdipapirhandelloven § 4-1 siste ledd lyder: *"Denne bestemmelsen gjelder også når erververen tidligere har fremsatt frivillig tilbud, med mindre det frivillige tilbudet var fremsatt i samsvar med reglene om pliktige tilbud og dette var opplyst i tilbudsdokumentet"*.

En naturlig fortolkning av dette er at dersom en tilbyder som har krysset 40% terskelen når det gjelder aksjer (og stemmer) i et børsnotert foretak tidligere har avgitt et frivillig tilbud om erverv av samtlige aksjer, og tilbudet var fullt ut i samsvar med reglene om pliktige tilbud, påligger det erververen ingen plikt til å gi et pliktig tilbud. Det ligger tilsynelatende ingen anvisninger på en tidsbegrensning i ordlyden i unntaket. Spørsmålet er om Oslo Børs er eller har vært av den oppfatning at en slik tidsbegrensning må innfortolkes.

Illustrert ved et tenkt eksempel: Selskap A eide i 1998 5% av aksjene i det børsnoterte foretak B. Selskap A avgir så et frivillig tilbud, som følger reglene om pliktige tilbud som nevnt i vphl § 4-1 siste ledd, om kjøp av alle aksjer i B. Som følge av tilbudet mottok Selskap A kun aksept fra aksjonærer som representerer 3% av aksjene i B, og eide dermed ved utløpet av tilbudsperioden 8% av aksjene (og stemmene) i Selskap B. Deretter selger A alle aksjer i B, og eier således 0% ved utløpet av 1998. I 2002 gjør A nye kjøp av aksjer i B, og erverver samlet 40,01% av aksjene i B. Er A pliktig til å avgis pliktig tilbud etter reglene i vphl § 4-1, eller kommer siste ledd til anvendelse, slik at pliktig tilbud ikke må avgis idet det "tidligere" er avgitt frivillig tilbud etter reglene om pliktige tilbud?

##### 2. Børsens vurdering

Hovedregelen om aksjonærers tilbudsplikt fremkommer av vphl. § 4-1 første ledd, første punktum som sier følgende:

*"Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40% av stemmene i et børsnotert selskap hvis aksjer er notert på norsk børs (børsnoterte selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet."*

Unntak fra denne bestemmelsen følger blant annet av vphl. § 4-1 siste ledd som er gjengitt over.

Ordlyden i vphl. § 4-1 siste ledd kan tyde på at tilbyder er fritatt et senere pliktig tilbud dersom han tidligere har fremsatt et frivillig tilbud som følger reglene for pliktig tilbud uten å komme opp i en stemmeberettiget eierandel på mer en 40%. Legges dette til grunn vil tilbyder ikke få tilbudsplikt uansett hvor lang tid det går før tilbudspliktig eierandel oppnås. Videre vil tilbyder heller ikke være pliktig til å fremsette tilbud dersom

han etter et pliktig tilbud reduserer sin eierandel til under 40% for deretter på et senere tidspunkt igjen kjøper seg opp over tilbudspliktgrensen.

Forarbeidene til verdipapirhandelloven tar ikke stilling til om det bør innfortolkes en tidsbegrensning i forhold til bestemmelsen i vphl. § 4-1 siste ledd, eller om tilbudsplikt kun vil oppstå første gang tilbyder passerer 40% grensen. Forarbeidene viser i stedet til at regelen er i samsvar med børsens praksis, se NOU 1996:2 s. 204.

Skriftlig praksis fra Oslo Børs hvor problemstillingene rundt vphl. § 4-1 siste ledd behandles er begrenset. Oslo Børs er imidlertid av den oppfatning at det må være en implisitt forutsetning for fritaket for tilbudsplikt at tilbyder gjennom det frivillige tilbudet passerer 40% grensen. Dersom tilbyder ikke når opp i en stemmeandel på mer enn 40%, vil tilbyder måtte fremsette et ubetinget pliktig tilbyd dersom han senere passerer denne grensen. Det samme må gjelde dersom tilbyderen etter å ha oppnådd 40% av stemmene i selskapet faller under tilbudsplikt grensen igjen for så å kjøpe seg opp. En annen fortolkning ville uthule tilbudspliktsreglene vesentlig ved at aksjonærenes "exit-mulighet" ikke ville foreligge når det reelt foretas et kontrollskifte. Særlig når det går lang tid fra det frivillige tilbudet fremsettes og/eller eierforholdet og eiersammensetningen vesentlig har endret seg fra tidspunktet for det frivillige tilbudet, kan et fritak fra et senere pliktig tilbud ved passering av 40% grensen føre til urimelige resultater for minoritetsaksjonærene. Det samme kan være tilfelle i situasjoner hvor aksjeeier som tidligere har fremsatt pliktig tilbud reduserer sin eierandel til under tilbudspliktgrensen for deretter å kjøpe seg opp igjen.

Svaret på det eksempel som De har fremsatt i emailen, er på bakgrunn av ovennevnte forståelse, at A må fremsette pliktig tilbud i forbindelse med ervervet i 2002. Han vil også være pliktig til å melde ervervet til børsen og selskapet i overensstemmelse med vphl. § 4-8.

#### **6.1.2 Pan Fish ASA - Uttalelse om verdipapirhandelloven § 4-3 (brev av 09.12.02)**

Det vises til møtet på Oslo Børs 5. desember 2002 og brevet fra Thommessen Krefting Greve Lund datert 9. desember 2002, hvor det bes om børsens uttalelse på visse spørsmål knyttet til vphl. § 4-3.

I brevet fremkommer at Nordea, Den norske Bank og hoveddelen av de øvrige banker som har utestående lån til Pan Fish ASA ("Pan Fish") og dets datterselskaper, søker i samarbeid med Pan Fish å finne grunnlag for en refinansiering for konsernet. Det er bankenes konklusjon at en refinansiering av Pan Fish forutsetter at bankene vil måtte konvertere en betydelig del av sine låneengasjementer til aksjekapital i selskapet. Bankene vil også måtte bidra med et betydelig tilskudd i form av ny egenkapital til finansiering av selskapets udekkede kapitalbehov. For Nordeas del vil refinansieringen kunne resultere i at banken alene vil passere grensen for tilbudsplikt i vphl. § 4-1. Bankene vil dessuten samlet sett oppnå en eierandel som overstiger grensen for tilbudsplikt, dersom den refinansiering som nå diskuteres blir gjennomført. Det er fra bankenes side foreløpig ikke vurdert om avtaleverket tilknyttet refinansieringen vil innebære at det vil foreligge et "*forpliktende samarbeid*" mellom bankene vedrørende "*bruk av rettighetene som eier*" i henhold til vphl. § 1-4 nr. 5.

##### **1. Planlagt refinansiering av Pan Fish**

I brevet av 9. desember 2002 fremkommer at den planlagte refinansieringen av Pan Fish antagelig vil bestå av følgende hovedelementer:

- Konvertering av deler av eksisterende bankgjeld til aksjekapital.
- Konvertering av eksisterende obligasjonsgjeld til aksjekapital.

- En emisjon mot bankene, hvor bankenes aksjeinnskudd avhengig av selskapets likviditetsbehov frem til gjennomføringen, dels vil bestå i kontanter og dels i konvertering av lån benyttet til å dekke selskapets akutte likviditetsbehov.
- Emisjon med fortrinnsrett for eksisterende aksjeeiere.
- En refinansiering av gjenværende bankgjeld, slik at denne samles i ett lån med samme vilkår for samtlige gjenværende banker.

TKGL skriver at Pan Fish i lengre tid har arbeidet med en refinansiering av selskapet gjennom en betydelig nyemisjon, som ikke ville medført konvertering av bankgjeld til aksjekapital. Det har imidlertid ikke vist seg mulig for selskapet å gjennomføre en slik emisjon.

Siden oktober i år har bankene bidratt med ca 200 mill. kroner i nye, kortsiktige likviditetslån til Pan Fish for å finansiere den løpende virksomheten. Selskapet vil ha behov for ytterligere likviditetstilførsel i de nærmeste uker inntil en refinansiering er gjennomført, for å opprettholde driften i datterselskapene. Bankene er innstilt på å bidra med slik likviditet.

Pan Fish har utestående obligasjonsgjeld på til sammen 763 mill. kroner som har renteforfall 17 desember 2002. Det foreligger ikke midler i selskapet til betaling av disse rentene. Mislighold av obligasjonsgjelden vil også utløse kryssmislighold for annen gjeld i konsernet.

## 2. Bankenes anførsler og vurdering av vphl. 4-3 ift den planlagte refinansieringen av Pan Fish

Vphl. § 4-3 første ledd kommer til anvendelse når en finansinstitusjon erverver aksjer i et selskap *"for å unngå eller begrense tap på engasjementet"*. Det er bankenes oppfatning at en refinansieringsløsning etter de hovedlinjer som er beskrevet ovenfor, er den eneste mulighet for å unngå at selskapet kommer i en situasjon hvor det er ute av stand til å oppfylle sine forpliktelser. Bankenes forslag om konvertering av gjeld til aksjekapital og tegning av ny aksjekapital skjer således nettopp for å *"unngå eller begrense"* bankenes tap på låneengasjementene.

På bakgrunn av ovennevnte ber TKGL om Oslo Børs bekreftelse på at vphl. § 4-3 kommer til anvendelse ved en eventuell refinansiering av Pan Fish som beskrevet.

TKGL ber også om børsens bekreftelse for at den ikke vil pålegge noen av bankene frist for nedslag eller fremsettelse av tilbud i medhold av nevnte bestemmelse. Det vises i den forbindelse til at den beskrevne refinansieringen forutsetter aksjonærenes medvirkning i form av generalforsamlingsbeslutninger som krever kvalifisert flertall. De hensyn som ligger bak unntakene fra tilbudsplikten ved fusjon og fusjon, jf lovens § 4-2 første ledd nr. 3, gjør seg etter TKGLs syn enn mer gjeldende i et tilfelle som det foreliggende, hvor transaksjonen er ufrivillig fra aksjeerververnes side.

Subsidiært ber TKGL om at Oslo Børs fastsetter en tilstrekkelig frist for nedslag eller fremsettelse av tilbud. Det er anført at bankene ikke har som mål å være langsiktige eiere i Pan Fish. Det kan imidlertid ikke påregnes at det er mulig å realisere aksjepostene til akseptable priser på kort sikt. Det er bankenes syn at en slik frist som et minimum må være 3 år fra tidspunktet for bankenes erverv av aksjene i Pan Fish. Det må antas at en slik tidshorisont er nødvendig for å gi bankene reell mulighet til å selge seg ned uten at dette påfører bankene betydelige tap og samtidig virker svært ødeleggende for kursen på aksjene for samtlige aksjeeiere.

Avslutningsvis ber TKGL også om børsens uttalelse om hvorvidt et eventuelt etterfølgende erverv fra en eller flere bankers side, forutsatt at det foretas i hensikt unngå eller begrense tap på engasjementet, vil være unntatt fra tilbudsplikt. Det vises i denne forbindelse til at Bechmann m.fl., Verdipapirhandelloven, på side 284 antar at slike etterfølgende erverv kan medføre tilbudsplikt. Etter TKGLs oppfatning må det antas å bero på en inkurie at vphl. § 4-6 ikke gjør unntak for erverv som omfattes av § 4-3.

Reelle hensyn taler med samme styrke for unntak i disse tilfeller som ved passering av 40%-grensen.

### 3. Børsens vurdering

#### 3.1 Spørsmålet om vphl. § 4-3 kommer til anvendelse på den planlagte refinansieringen av Pan Fish.

Vphl. § 4-3 første ledd inneholder følgende bestemmelse:

*“Tilbudsplikt etter § 4-1 inntreer ikke når en finansinstitusjon erverver aksjer i et selskap for å unngå eller begrense tap på engasjement, dersom institusjonen straks gir melding om det til børsen. Børsen kan pålegge institusjonen plikt til innen en fastsatt frist å fremsette tilbud som nevnt i § 4-1 eller å avhende aksjer slik at tilbudsplikten bortfaller.”*

Av den informasjon som børsen har mottatt fremkommer at det i lengre tid har vært arbeidet med en refinansiering av Pan Fish som ikke skulle medføre konvertering av bankgjeld til aksjekapital. Det har imidlertid ikke vist seg mulig å gjennomføre en slik refinansiering. Situasjonen er således at Pan Fish har en utstående obligasjonsgjeld på til sammen NOK 763 mill som forfaller 17. desember i år. Det er opplyst at det ikke foreligger midler i selskapet til å dekke denne gjelden.

Oslo Børs er derfor av den oppfatning at bankenes eventuelle deltagelse i den beskrevne refinansieringsløsning som omfatter konvertering av gjeld til egenkapital er motivert av hensynet til å begrense tap på engasjementer i Pan Fish. Vphl. § 4-3 kommer således til anvendelse på ervervet som finner sted gjennom konvertering av gjeld til aksjer under refinansieringsløsningen.

Det forutsettes imidlertid at det straks gis melding til børsen om ervervet dersom en, eller flere av bankene på konsolidert basis, oppnår en eierandel på mer enn 40% av den stemmeberettigede aksjekapitalen i Pan Fish.

#### 3.2 Frist for nedsalg eller fremsettelse av pliktig tilbud.

I henhold til vphl. § 4-3 første ledd annet punktum kan børsen pålegge erververen plikt til innen en fastsatt frist å fremsette tilbud som nevnt i vphl. § 4-1 eller å avhende aksjer slik at tilbudsplikten bortfaller. Bestemmelsen er gitt for å sikre at institusjoner som faller inn under unntaksbestemmelsen i etterkant av dekningsstransaksjonen ikke beholder over 40% av aksjene på permanent basis. Det vises til NOU 1996:2 s. 119 og Ot. prp. nr. 29 (1996-97) s. 74.

For å ivareta dekningsstransaksjonshensynet bak regelen i vphl. § 4-1 er børsen kommet til at det normalt bør settes en frist for nedsalg eller fremsettelse av tilbud. Fristen må avgjøres konkret i hvert enkelt tilfelle, og den må være av slik varighet at institusjonen(e) får tid til å områ seg etter dekningservervet. Fristen må likevel ikke være så lang at ervervet fremstår som mer eller mindre permanent.

Basert på den beskrevne dekningsstransaksjonen og mer generelle vurderinger av hvor lang tid som i etterkant normalt må kunne påregnes for institusjonen(e) å komme seg ned til under tilbudspliktsgrensen, har børsen kommet til at banken(e) innen 3 år fra det tidspunkt tilbudsplikt etter vphl. § 4-1 første ledd ville ha inntrådt, må ha solgt seg ned eller på annen måte ha redusert sin eierandel i Pan Fish til under 40%. Alternativt må pliktig tilbud fremsettes innen fristens utløp.

Dersom det likevel skulle vise seg at fristen på 3 år ikke er tilstrekkelig for banken(e) til å etterkomme nedsalgsplikten, kan banken(e) anmode børsen om fristforlengelse. For at en fristforlengelse ikke skal komme overraskende på markedet mot utløpet av den

ordinære fristen, har børsen kommet til at en eventuell søknad om forlengelse må være børsen i hende innen 4 måneder før utløpet av den opprinnelige fristen på 3 år.

Det forutsettes også at aksjonærene i Pan Fish, i generalforsamlingen som skal vedta refinansieringsplanen og i innkallingen til denne, gjøres oppmerksom på den aktuelle bestemmelsen i vphl. § 4-3 og hvilken betydning den vil få for aksjonærene.

### 3.3 Etterfølgende erverv

Børsen av den oppfatning at etterfølgende erverv vil omfattes av unntaket i vphl. § 4-3 dersom de er foretatt for å begrense tap på engasjement. Motsatt tolkingsresultat ville medført lite konsekvens i forhold til regelverket, og det synes ikke praktisk at institusjoner som har fått fritak for tilbudsplikten skal være avskåret fra å begrense sitt tap ytterligere dersom dette må gjøres ved erverv av aksjer, f. eks ved konvertering av flere gjeldsforpliktelser. Det understrekes imidlertid at dersom selskapet foretar etterfølgende erverv av andre hensyn enn å begrense tap på engasjementer, vil tilbudsplikt inntre.

#### 6.1.3 CHS – Spørsmål om tilbudsplikt ifm kjøp av opsjoner som er "in-the-money" (brev av 30.12.02)

Det vises til Deres email av 27. desember 2002 samt forutgående telefonsamtale angående ovennevnte. Det ønskes børsens oppfatning med hensyn til om en konkret opsjonsavtale som vurderes inngått, vil medføre tilbudsplikt for kjøper i medhold av vphl. § 4-1 tredje ledd. Kjøper vil dersom opsjonen utøves bli eier av mer enn 40% av aksjene i Chocie Hotels Scandinavia ASA.

Børsen har fått oversendt utkast til "Term Sheet" hvor vilkårene for opsjonskontrakten fremkommer. Opsjonspremien er satt til NOK 9,30. Strike kurs er NOK 8,0. Opsjonsperioden er fra 30.12.02 til 31.03.03. Opsjonen er en amerikansk call opsjon uten noen form for put element. Kursen på CHS-aksjen er pr. 30.12.02 ca. NOK 17.

Vphl. § 4-1 tredje ledd har følgende bestemmelse.

*"Dersom erverv av rett til å bli eier av aksjer må anses som reelt erverv av aksjene, kan børsen pålegge tilbudsplikt for den som gjennom slikt erverv får rett til å bli eier av aksjer som sammen med vedkommendes øvrige aksjer representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et børsnotert selskap."*

Det fremkommer av forarbeidene til verdipairhandelloven at det på bakgrunn av tilbudspliktreglens inngrepende virkning, bør utvises varsomhet med å utvide reglens virkeområde. Alminnelige rettigheter til aksjer skal således ikke utløse tilbudsplikt. Kun dersom opsjonsavtalen reelt og økonomisk fremstår som et erverv av aksjer, bør ervervet omfattes av tilbudspliktsreglene (NOU 1996.2 s. 113 og Ot. Prp. Nr. 29 (1996-97) s. 70).

Børsen har tidligere uttalt at det er først når eierbeføyelsene til aksjene går over til kjøper at tilbudsplikt normalt vil inntre. Følgende siteres fra Oslo Børs' Vedtak og Uttalelser 2001 s. 93.

*"Reelle hensyn tilsier også at det først er når tilbyder har de rettigheter som normalt tilkommer en aksjeeier at tilbudsplikt bør inntre; først da foreligger det kontrollskifte som begrunner tilbudsplikten. Først fra dette tidspunkt kan den kontroll som begrunner tilbudsplikten utøves."*

Opsjonspremien som skal betales er relativ høy, noe som kan medføre at opsjonshaveren vil innløse til lavere børskurs enn i tilfeller hvor det er blitt betalt et forholdsvis mindre beløp som opsjonspremie. Ingen forvaltningsmessige eller økonomiske retter knyttet til aksjen vil imidlertid bli overført til opsjonshaveren før en eventuell innløsning foretas.

Opsjonsutstederen vil heller ikke miste noen beføyelser over de underliggende aksjene før opsjonen eventuelt innløses. Opsjonshaveren vil således ikke få økt kontroll i selskapet ved inngåelse av opsjonskontrakten.

Basert på ovennevnte er Oslo Børs etter en konkret vurdering kommet til at den beskrevne opsjonskontrakten ikke kan anses som et reelt erverv av de underliggende børsnoterte aksjene. At opsjonen faktisk vil være in-the-money på kontaktstidspunktet, eller at opsjonspremien vil utgjøre ca. halvparten av børskurs har børsen således ikke tillagt avgjørende vekt. Opsjonspremien er etter børsens heller ikke så høy at den beskrevne opsjonen i realiteten fremstår som en termin. Børsen har derfor ikke tatt stilling til om sistnevnte ville medført et annet resultat.

Det understrekes imidlertid at tilbudsplikt straks vil oppstå hvis opsjonen utøves, eller dersom det foretas endringer i opsjonskontrakten som medfører at opsjonen fremstår som et reelt erverv av de underliggende aksjene.

#### **6.1.4 Cermaq ASA/Fjord Seafood ASA – Bortfall av tilbudsplikt ved utvanning (brev av 15.04.02)**

Det vises til Deres brev av 8. april 2002 samt møte på Oslo Børs den 5. april 2002.

Cermag ASA ("Cermag" eller "Selskapet") ønsker børsens vurdering med hensyn til om den planlagte transaksjonen med Fjord Seafood ASA ("Fjord") utløser tilbudsplikt.

##### 1. Den planlagte transaksjonsstrukturen og problemstillingene mht tilbudsplikt

Selskapet har angitt den delen av transaksjonsstrukturen som er av betydning for tilbudsplikten.

I henhold til Cermaq skal Fjord erverve havbruksvirksomheten til Cermaq mot at aksjonærene i Cermaq får oppgjør i aksjer i Fjord. Dette er tenkt gjennomført ved at de av Cermags datterselskaper som driver havbruksvirksomhet (samt enkelte øvrige aktiva som eies av Cermaq) selges til Fjord. Vederlaget for havbruksvirksomheten vil bestå av nyutstedte aksjer i Fjord. Havbruksvirksomheten skytes inn som tingsinnskudd i Fjord og vederlagaksjene utstedes gjennom et emisjonsvedtak i Fjord.

Gjennom tingsinnskuddet i Fjord får Cermaq i utgangspunktet 60% av aksjene i det sammenslåtte "Fjord Cermaq". I forbindelse med tingsinnskuddet gjøres det en kontantemisjon i Fjord (ca. NOK 1 mrd) som utvanner Cermags eierandel, men aksjene utstedt til Cermaq vil sannsynligvis utgjøre mer enn 40% av aksjene i Fjord Cermaq også etter gjennomføringen av kontantemisjonen.

Cermag skal snarest mulig dele ut til sine aksjonærer aksjene i Fjord. På grunn av manglende fri egenkapital i Cermaq kan ikke utdelingen skje i form av utbytte, men vil skje i form av en kapitalnedsettelse i Cermaq etter allmennaksjeloven kap. 12. Det vil derfor løpe en kreditorfrist på to måneder før utdelingen av aksjene i Fjord er gjennomført.

De foreslåtte transaksjonene innebærer derfor at Cermaq i en viss periode gjennom erverv (tegning av de nye aksjene i Fjord) blir eier av aksjer som representerer mer enn 40% av stemmene i Fjord.

Spørsmålet som Cermaq ønsker vurdert er om Cermags erverv av Fjord-aksjer er unntatt fra tilbudplikt ved at en eventuell tilbudsplikt bortfaller som følge av vedtaket om kapitalnedsettelse eller etter unntaket for fusjon.

##### 2. Rettslig utgangspunkt

Hovedregelen om tilbudsplikt finnes i vphl. § 4-1. Bestemmelsens første ledd gjengis nedenfor:

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

Dersom et erverv utløser tilbudsplikt, må erververen *“uten ugrunnet opphold og senest innen fire uker”* fremsette tilbud om kjøp av samtlige aksjer i selskapet som erververen ikke selv eier, jf. vphl. § 4-10, eller selge seg ned slik at erververens stemmeandel igjen kommer under 40% i selskapet. Sistnevnte fremkommer av vphl. § 4-9 første ledd som lyder:

*“Salg av aksjer i henhold til melding eller vedtak som nevnt i § 4-8 skal foretas innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte.”*

3. Børsens vurdering av om vedtaket om kapitalnedsettelse i Cermaq (hvor utdeling av Fjord-aksjene besluttes) kan regnes som *“salg”* iht vphl. § 4-9 første ledd.

Slik som transaksjonen er beskrevet er det ikke planlagt et tradisjonelt nedsalg av aksjer for å komme under tilbudspliktgrensen på 40% av den stemmeberettigede kapital. Det er i stedet planlagt en kapitalnedsettelse med etterfølgende overføring av aksjer til Cermaqs aksjonærer. Spørsmålet er derfor om dette tilfredstiller lovens krav om *“salg”*.

Ordlyden i vphl. § 4-9 første ledd omfatter ikke andre alternativer enn salg. Vedtak om kapitalnedsettelse synes således å falle utenfor. Spørsmålet er heller ikke regulert i forarbeidene til verdipapirhandelloven samt sparsomt behandlet i juridisk litteratur.

Når det gjelder hovedhensynene og formålet med tilbudspliktreglene vises det imidlertid til NOU 1996:2 s. 105 hvorfra følgende gjengis:

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

Oslo Børs har tidligere vurdert om utvanning av selskapets aksjekapital kan betraktes som *“nedsalg”* i medhold av verdipapirhandelloven fra 1985 § 5C. Det vises til Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 1995 s. 57 hvorfra følgende gjengis:

*“I brev av 23. februar til et fondsmeglerforetak har Oslo Børs akseptert at det vil være et *“nedsalg”* i henhold til verdipapirhandelloven § 5 c (i) der utvanning etter en allerede vedtatt fusjon medfører at den aktuelle eierandel etter fusjonen vil være brakt under tilbudspliktgrensen.”*

Ordlyden tilsa at utvanning ikke skulle være tilstrekkelig for å unngå tilbudsplikt, men hensynene bak regelen, som var korresponderende for 1985-loven, medførte at Oslo Børs kom til motsatt resultat.

Avgjørende må etter Oslo Børs mening være at den tilbudspliktige erververen ved reduksjon av sitt forholdsmessige aksjeinnehav sørger for å bringe sin eierandel av den stemmeberettigede kapitalen i selskapet under 40%. At dette gjøres på annen måte enn ved tradisjonelt salg kan etter børsens mening ikke være avgjørende. I konkrete tilfeller må det derfor være adgang til å tolke "salg" i vphl. § 4-9 utvidende i forhold til ordlyden.

Neste spørsmål er derfor om det er tilstrekkelig i forhold til vphl. § 4-9 første ledd med beslutning fra kompetent selskapsorgan om kapitalnedsettelse med etterfølgende utdeling av aksjer, så lenge aksjene faktisk ikke kan overføres til aksjonærene innen fire uker på grunn av kreditorfristen i asal. § 12-6 nr. 4.

Ordlyden i vphl. § 4-9 første ledd synes å gi uttrykk for at salg må være utført innen utløpet av fireukersfristen. Hensyntatt formålet bak bestemmelsen tilsier dette at aksjene og de vesentlige rettigheter knyttet disse må være overført til den nye erververen innenfor fireukers fristen. Normalt kan det ikke være avgjørende om oppgjør er gjennomført innen fristens utløp.

Noe som ytterligere taler mot at vedtak om kapitalnedsettelse og utdeling av aksjer skal anses tilstrekkelig som salg, er at vedtak fra selskapets styrende organer i utgangspunktet kan reverseres ved etterfølgende vedtak enten av samme eller overordnet organ. Dette medfører at erververen faktisk kan sitte med aksjene i over fire uker før nedsalg iverksettes. Har erververen imidlertid bundet seg til å overføre aksjene straks kreditorfristen er utløpt, vil det være mindre betenkelig å se hen til forannevnte.

Cermaq har opplyst at selskapet ved avtale har forpliktet seg til å dele ut vederlagaksjene til sine aksjonærer. Årsaken til at dette ikke gjøres innenfor fristen i vphl. § 4-9 første ledd, er utelukkende fordi asal. § 12-6 nr. 4 forbyr gjennomføring av vedtatte kapitalnedsettelser før kreditorfristen på to måneder er utløpt. Det er med andre ord lovmessige forhold utenfor selskapets kontroll som medfører at denne delen av transaksjonen må utsettes og fristene i verdipapirhandelloven ikke kan overholdes så lenge den planlagte transaksjonsstrukturen opprettholdes.

I henhold til vphl. § 4-8 siste ledd kan ikke Cermaq utøve stemmerett for aksjene utover 40% så lenge tilbud ikke er fremsatt, og selskapet kan således ikke benytte aksjene utover tilbudspliktgrensen til å utøve ytterligere kontroll over selskapet. Minoritetsaksjonærenes innflytelse i selskapet vil med andre ord ikke bli svekket i forhold til om nedsalget hadde blitt gjennomført i løpet av fire uker.

Basert på ovennevnte er Oslo Børs av den oppfatning at den måten Cermaq har planlagt å redusere sin innflytelse i Fjord til under 40% på er i overensstemmelse med vphl. § 4-9. Formålet med bestemmelsene om tilbudsplikt må i hovedsak anses ivaretatt ved at minoritetsaksjonærenes innflytelse i selskapet ikke svekkes i forhold til et tradisjonelt nedsalg. Ved at selskapet har forpliktet seg til å foreta den planlagte aksjeutdelingen er det heller ingen vesentlig fare for at overføringen ikke vil finne sted. Uansett vil sistnevnte medføre at selskapet umiddelbart må fremsette tilbud i overensstemmelse med vphl. § 4-1.

#### 4. Konklusjon

Basert på ovennevnte er Oslo Børs kommet til at det må være adgang til å tolke "salg" i vphl. § 4-9 første ledd utvidende, og at det i denne konkrete saken er tilstrekkelig med vedtak fra kompetent selskapsorgan i Cermaq angående kapitalnedsettelse i selskapet med etterfølgende utdeling av Fjord-aksjer til Cermaqs aksjonærer.

Oslo Børs konklusjon forutsetter at Cermaq overfor Fjord har forpliktet seg til å dele ut Fjord-aksjene til aksjonærene i Cermaq, samt at utdelingen til aksjonærene finner sted



så snart kreditorfristen er utløpt, kapitalnedsettelsen er registrert i Foretaksregisteret og aksjene registrert i VPS.

Ovennevnte konklusjon medfører at Oslo Børs ikke har behøvd å ta stilling til om Cermaq er unntatt tilbudsplikt etter fusjonsunntaket i vphl. § 4-2 første ledd nr. 3.

#### **6.1.5 Bortfall av tilbudsplikt ved utvanning (børsmelding av 06.12.2002)**

FLAGGING AV KJØP AV EIERPOST OG MELDING OM INNTREDEN AV  
TILBUDSPLIKT I BERGEN NORDHORDLAND RUTELAG ASA

Troms Fylkes Dampskibsselskap ASA ( `TFDS` ) har i dag, 5. desember 2002, kjøpt 1.909.764 aksjer i Bergen Nordhordland Rutelag ASA ( `BNR` ). Dette utgjør 41.67 % av aksjekapitalen i BNR som medfører en tilsvarende andel av stemmeretten i selskapet. TFDS hadde ingen aksjer i BNR før dette aksjekjøpet. TFDS har ikke ervervet rettigheter til aksjer i form av andeler i konvertibelt obligasjonslån utstedt av BNR.

Etter det TFDS har fått opplyst fra BNR vil TFDS, etter at anmeldte konverteringer i BNR er registrert pr. mandag 9. desember 2002, ha en eierandel på 39,9% av aksjekapitalen i BNR. TFDS vil etter dette ikke lenger være i en tilbudspliktig situasjon.

Oppgjør for kjøpet av aksjene vil bli gjort gjennom utstedelse av et konvertibelt obligasjonslån i TFDS, og er betinget av godkjenning i generalforsamlingen i TFDS innen 31. januar 2003.

#### **6.1.6 Siem Industries Inc – Tilbudsdokument i forbindelse med fremsettelse av vedtektfestet pliktig tilbud om erverv av samtlige aksjer i DSND Inc. (brev av 25.11.02)**

Oslo Børs har mottatt tilbudsdokument datert 15. november 2002 vedrørende vedtektfestet pliktig tilbud om erverv av samtlige aksjer i DSND Inc. fremsatt av Siem Industries Inc. Siden DSND Inc. er et selskap med tilhørighet på Cayman Island og inkorporert etter dette landets rett, er selskapet ikke underlagt tilbudspliktsreglene i verdipapirhandelloven kap. 4. DSND Inc. har likevel inntatt tilbudspliktbestemmelser i sine vedtekter som tilsynelatende i stor grad samsvarer med de norske tilbudspliktsreglene.

Siem Industries Inc. har anmodet Oslo Børs om å kontrollere tilbudsdokumentet før fremsettelse av tilbudet. Børsen har påtatt seg å kontrollere tilbudsdokumentet som om det var fremsatt etter verdipapirhandelloven og norsk rett. Børsen har således ikke tatt utgangspunkt i selskapets vedtektsbestemmelser om tilbudsplikt, og tar derfor forbehold for eventuelle forskjeller i fra norske tilbudspliktsregler og norsk rett.

#### **6.1.7 Choice Hotels Scandinavia ASA– Spørsmål om etterfølgende tilbudsplikt ved gjennomføring av emisjon (brev av 12.07.02)**

Det vises til Deres email av 4. juli 2002 hvor det anmodes om børsens vurdering av om en planlagt emisjon i Choice Hotels Scandinavia ASA ("Choice") vil medføre tilbudsplikt for Petter A. Stordalen eller selskaper som er konsolidert med han ("Gruppen").

##### 1. Beskrivelse av faktum

Home Invest ASA vil garantere for tegning av 40% av aksjene som utstedes gjennom en fortrinnsrettsemisjon. Ingen medlemmer av Gruppen vil tegne seg i fortrinnsrettsemisjonen. Petter A. Stordalen eier sammen med selskaper han direkte og indirekte kontrollerer (Anker Holding AS, Anker Holdings datterselskap Handel og Infortjenesten samt Home Invests datterselskap Trias Fastighetsforvaltning) 41,25% av

aksjene i Choice. Ingen medlemmer av Gruppen har tidligere fremsatt pliktig tilbud. Årsaken til dette er at Trias Fastighetshetsforvaltnings aksjer i Choice ble ervervet på et tidspunkt da morselskapet Home Invest ikke var kontrollert av Stordalen/Anker Holding, og således ikke ble konsolidert med disse. I ettertid har eierandelen til Petter A. Stordalen/Anker Holding i Home Invest økt gjennom kjøp av aksjer i dette selskapet, med den følge at Home Invest (og datterselskaper) nå må konsolideres med Stordalen/Anker Holding.

Fortrinnsrettsemisjonen vil være garantert fulltegnet 100%. Selv om fulltegningsgarantien utløses i sin helhet for Home Invest ASA, vil selskapet kun tegne seg for 40% av de nye aksjene. Konsekvensen av dette vil være at Gruppens andel av aksjer i Choice vil reduseres til ca. 41,08%. (Forut for emisjonen eier gruppen 16.352.449 av i alt 39.640.285 aksjer; etter emisjonen vil gruppen eie 18.896.335 aksjer av i alt 46.000.000).

## 2. Rettslig utgangspunkt

Hovedregelen om tilbudsplikt finnes i vphl. § 4-1. Bestemmelsens første ledd gjengis nedenfor.

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

Hovedregelen om tilbudsplikt suppleres av bestemmelsene om etterfølgende erverv i vphl. § 4-6 første ledd som lyder:

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

Bakgrunnen for bestemmelsen er at vphl. § 4-1 bare omhandler tilfeller der man gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40% av stemmene i et norsk selskap notert på norsk børs. Vphl. § 4-6 medfører at personer som allerede eier mer enn 40% av aksjene i selskapet får tilbudsplikt dersom personen erverver ytterligere aksjer, jf NOU 1996:2 s. 113.

## 3. Oslo Børs vurdering

Hovedregelen for tilbudsplikt ved etterfølgende erverv i vphl. § 4-6 bestemmer at tilbudsplikt utløses ved "ethvert etterfølgende erverv". Dette betyr ikke at aksjonæren som omfattes av bestemmelsen ("Aksjonæren") må fremsette tilbud hver gang han heretter erverver aksjer, men at han ved første erverv, uansett antall aksjer, må fremsette tilbud om kjøp av samtlige aksjer i selskapet.

Tegning av aksjer vil være erverv i verdipapirhandelens forstand.

Ordlyden i vphl. § 4-6 første ledd tilsier ikke at det skal tas hensyn til Aksjonærens relative eierandel forut for og etter ervervet. Har Aksjonæren således tegnet seg for aksjer, skal han fremsette tilbud selv om øvrige aksjonærer har tegnet seg for større beløp slik at Aksjonærens relative andel av de stemmeberettigede aksjene i selskapet reduseres.

Når det gjelder hovedhensynene og formålet med tilbudspliktreglene vises det til NOU 1996:2 s. 105 hvorfra følgende gjengis:

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

I forhold til reglene om etterfølgende erverv sies spesielt:

*"Dersom tilbudspliktgrensen er overskredet ved erverv i form av f.eks. arv eller fusjonsvederlag, bør vedkommende aksjonær etter utvalgets syn ha tilbudsplikt ved senere økninger i aksjeinnehavet. Det kan stilles spørsmål ved i hvilken grad det vil foreligge noen kontrollpremie til fordeling i slike tilfeller. Utvalget legger imidlertid avgjørende vekt på at det allerede har skjedd et kontrollskifte i selskapet. Det etterfølgende ervervet kan anses å bekrefte aksjonærens ønske om kontroll og konsoliderer stillingen, uavhengig av om tilbudspliktgrensen er overskredet ved en ervervs måte som ikke utløser tilbudsplikt. De øvrige aksjonærene bør derfor gis anledning til å få sine aksjer solgt."*

*Tilbudsplikt ved etterfølgende erverv bør etter utvalgets syn utløse tilbudsplikt uavhengig av omfanget av ervervet".*

.....

*"Utvalget viser til at den tilbudspliktige aksjonær i alle tilfeller vil kunne unngå tilbudsplikten ved å selge seg ned under tilbudspliktgrensen. I situasjoner der tilbudspliktgrensen allerede er overskredet som følge av erverv som ikke utløser tilbudsplikt, antar utvalget at det bør være tilstrekkelig at vedkommende aksjonær selger seg ned til det antall aksjer vedkommende hadde før det etterfølgende ervervet. Utvalget har ved sin vurdering lagt vekt på å unngå uheldige utslag i forbindelse med utilsiktede erverv som nevnt over."*

Forarbeidene gir uttrykk for at økt kontroll uansett størrelse bør medføre tilbudsplikt. Om tilbudsplikt også bør inntreffe ved erverv hvor den tilbudspliktige reduserer eller opprettholder sin relative eierandel er uklart.

Oslo Børs har tidligere vurdert spørsmålet om utvanning er tilstrekkelig i forhold til nedsalg, jfr. vphl. § 4-9 og i forhold til enkelte typer erverv etter vphl. § 4-6.

I forhold til nedsalg vises det til Vedtak og Uttalelse 1995 s. 57 og foreløpig upublisert uttalelse fra Oslo Børs med referanse, OAM/84399, hvorfra følgende siteres:

*"Oslo Børs har tidligere vurdert om utvanning av erververens aksjekapital kan betraktes som "nedsalg" i medhold av verdipapirhandelloven fra 1985 § 5C. Det vises til Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 1995 s. 57 hvorfra følgende gjengis:*

*"I brev av 23. februar til et fondsmeglerforetak har Oslo Børs akseptert at det vil være et "nedsalg" i henhold til verdipapirhandelloven § 5 c (i) der utvanning etter en allerede vedtatt fusjon medfører at den aktuelle eierandel etter fusjonen vil være brakt under tilbudspliktgrensen."*

*Ordlyden tilsa at utvanning ikke skulle være tilstrekkelig for å unngå tilbudsplikt, men hensynene bak regelen, som var korresponderende for 1985-loven, medførte at Oslo Børs kom til motsatt resultat.*

*Avgjørende må etter Oslo Børs mening være at den tilbudspliktige erververen ved reduksjon av sitt forholdsmessige aksjeinnehav sørger for å bringe sin eierandel av den stemmeberettigede kapitalen i selskapet under 40%. At dette gjøres på annen måte enn ved tradisjonelt salg kan etter børsens mening ikke være avgjørende. I konkrete tilfeller må det derfor være adgang til å tolke "salg" i vphl. § 4-9 utvidende i forhold til ordlyden."*

I forhold til spørsmålet om tilbudsplikt ved erverv kombinert ved utvanning vises til Vedtak og Uttalelser 2001, s. 87:

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

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

Oslo Børs praksis som er basert på vphl. § 4-9 og § 4-6 samt lovens forarbeider, viser at utvanning i enkelte tilfeller kan være tilstrekkelig både i forhold til nedsalg og erverv (med samtidig eller påfølgende utvanning). Det må imidlertid foretas en konkret helhetsvurdering i hvert enkelt tilfelle hvor samtlige hensyn som taler for og mot en innskrenkende fortolkning må tillegges vekt.

Ved fortrinnsrettsemisjoner hvor samtlige aksjonærer gis en lovbestemt rett til å tegne aksjer, er det få hensyn som taler mot en innskrenkende fortolkning av vphl. § 4-6 så lenge Aksjonærens relative eierandel faktisk reduseres ved emisjonen. Begrunnelsen er at Aksjonæren ikke øker sin kontroll samtidig som det ikke skjer en urimelig utvanning av de øvrige aksjonærene.

Ved rettede emisjoner bør ervervsbegrepet i vphl. § 4-6 normalt ikke tolkes innskrenkende. Ved rettede emisjoner risikerer minoritetsaksjonærene å bli utvannet uten mulighet til å opprettholde sin eierandel ved erverv i primærmarkedet. Aksjonæren som har kontroll vil således alene eller sammen med øvrige aksjonærer kunne treffe vedtak som muliggjør en endret eierstruktur i selskapet. Dette vil etter børsens mening være betenkelig så lenge Aksjonæren er i en tilbudspliktssituasjon. Velger Aksjonæren faktisk å foreta et etterfølgende erverv ved å tegne seg i en rettet emisjon, bør tilbudsplikt inntreffe. At hans relative eierandel reduseres kan ikke tillegges avgjørende vekt.

I det foreliggende tilfellet vil Gruppens kontroll bli redusert fra 41,25% til ca. 41,08%. Reduksjonen skjer ved gjennomføring av en fortrinnsrettsemisjon. Alle eksisterende aksjonærer har således en mulighet til å opprettholde sin eierandel. Fortrinnsrettsemisjonen er imidlertid planlagt gjennomført på kurs NOK 24,50. Børskursen ligger i underkant av NOK 20. Emisjonen er garantert av 3 selskaper hvorav 40% er garantert av selskap som skal konsolideres med Gruppen. Børsen ser det som lite sannsynlig at det vil bli tegnet særlig med aksjer i fortrinnsrettsemisjonen. Den planlagte kapitalforhøyelsen kan derfor gi skinn av å være en skjult rettet emisjon mot deltagerne av garantikonsortiet. Likviditeten i aksjen er imidlertid liten, og alle eksisterende aksjonærer har tross tegningskursen, fått en reel mulighet til å opprettholde sin eierandel i selskapet.

#### 4. Konklusjon

Basert på ovennevnte er Oslo Børs etter en helhetsvurdering kommet til at "erverv" i vphl. § 4-6 bør kunne tolkes innskrenkende i dette konkrete tilfellet. Gruppen vil ved kapitalforhøyelsen redusere sin relative eierandel, og dermed sin innflytelse, i Choice. De øvrige aksjonærene gis videre en mulighet til å opprettholde sin eksisterende eierandel. Børsen kan for øvrig heller ikke se tungtveiende grunner mot en innskrenkende fortolkning av "erverv" i vphl. § 4-6 i dette tilfellet. Oslo Børs er således av den oppfatning at dersom den planlagte fortrinnsrettsemisjonen gjennomføres som planlagt, påhviler det ikke tilbudsplikt for Gruppen.

### 6.2 TILBUDSPRIS – TILBUDBETINGELSER

#### 6.2.1 DSDN Inc. - Pliktig tilbud, prinsipielt spørsmål om hvilke aksjer som skal omfattes av tilbudet (epost av 15.11.02)

Det vises til telefonsamtale den 14. november 2002 hvor Oslo Børs svarte på følgende spørsmål i din email av 13. november 2002 hvor vi refererer følgende:

Jeg viser til telefonsamtale nettopp vedrørende det pliktige tilbudet fra Siem Industries Inc på DSND Inc.

Som sagt er problemet i saken hvorvidt tilbyders pliktige tilbud skal omfatte det antall aksjer vedtatt utstedt pr det tidspunkt man overtrådte 40 %-grensen, pr det tidspunkt tilbyder fremmer tilbudet, eller om det skal omfatte alle aksjer som blir utstedt frem til tilbudsperiodens utløp.

I dette tilfellet er det en mulig emisjon på trappene. DSND Inc har ikke vedtatt hvor mange aksjer som skal utstedes og til hvilken kurs, og heller ikke når de skal utstedes. I tillegg har man en mulig løsning i forholdet DSND Incs pliktige tilbud på DSND ASA som går ut på at aksjonærene i ASASKAL kunne velge aksjebytte i løpet av den første uken i Incstilbudsperiode, og så få utstedt en aksje i Inc på den 8. dagen i perioden.

Dette er heller ikke endelig fastsatt eller vedtatt.

Problemstillingen er altså hvorvidt alle disse eventuelt emitterte aksjene skal omfattes av det pliktige tilbudet fra Siem Industries.

Ordlyden i § 4-1 henviser til at "øvrige aksjonærer" skal få tilbudet når tilbyder "blir eier av aksjer". Dette taler for at det er de øvrige aksjonærer på tidspunktet man blir eier som er omfattet. Unntak må kanskje gjøres for aksjer som er vedtatt utstedt, tegningsretter eller konvertible lån som er vedtatt på dette tidspunkt, uten at vi direkte tar stilling til det.

Forarbeidene gir ikke svar på spørsmålet. Det er ikke sannsynlig at lovgiver har tenkt på dette. Det er dessuten en spesiell situasjon man har her, i og med at de norske reglene vedr. styrets adgang til å utstede aksjer i tilbudsperioden ikke kommer til anvendelse.

Knut Bergo, Børs- og verdipapirrett mener på side 463 at nyemitterte aksjer som følge av tegningsretter eller konvertible lån sannsynligvis må være omfattet. Han mener dog at det vil være lite praktisk pga regelen i § 4-17. Han mener til slutt at "'siste frist" for utstedelse av aksjer må uansett være når tilbudsperioden utløper, men det harmonerer kanskje best med ordlyden å la det avgjørende være aksjekapitalen på tidspunktet da tilbudet fremsettes".

For ordens skyld oppsummerer vi kort vår oppfatning nedenfor.

Innledningsvis understrekes at børsens vurdering fullt ut bygger på verdipapirhandelens regler og norsk rett. Om resultatet blir det samme dersom tilbudspliktsbestemmelsene i vedtektene til DSND Inc. legges til grunn, har børsen ikke tatt stilling til.

Vphl. § 4-1 første ledd som hjemler hovedregelen for tilbudsplikt bestemmer at den tilbudspliktige "plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet". Om det er aksjekapitalen på tidspunktet da tilbudsplikten inntrådte, da tilbudet faktisk ble fremsatt, eller ved utløpet av tilbudsperioden som skal legges til grunn sier bestemmelsen ingen ting om.

Spørsmålet har ikke i tidligere saker kommet på spissen for Oslo Børs. Det er således lite veiledning å finne i tidligere børspraksis.

Forarbeidene tar heller ikke stilling til problemstillingen, og det må antas at spørsmålet ikke har blitt vurdert av lovgiver. I NOU 1996:2 s. 122 og Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 79 fremgår det imidlertid at det er "av stor betydning for tilbyder hva tilbudsprisen vil være". Dette er et moment som etter børsens mening taler mot at aksjer som emitteres gjennom hele tilbudsperioden skal omfattes.

Et av hovedhensynene bak tilbudpliktreglene er som anført i emailen av 13. november, hensynet til likebehandling av aksjonærene. Dette hensynet gjør seg ikke nødvendigvis gjeldende i emisjoner som gjennomføres etter at tilbyder har passert 40% grensen, og tegneren således er kjent med kontrollskiftet før han tegner seg.

Om det imidlertid er aksjekapitalen på tidspunktet da tilbudsplikten inntrådte eller da tilbudet faktisk ble fremsatt som danner grunnlaget for omfanget av tilbudet, har børsen i dette konkrete tilfellet ikke behov å ta stilling til, siden de nye aksjene utstedes etter at tilbud er fremsatt.

En forutsetning for å holde de nyutstedte aksjene utenfor tilbudet, er likevel at dette faktisk lar seg gjøre i praksis. Det betyr nødvendigvis at selskapet som har utstedt aksjene må medvirke til forannevnte. De nyutstedte aksjene må holdes adskilt fra den øvrige aksjekapitalen inntil tilbudsperioden er avsluttet. Aksjene må således tildeles eget ISIN nummer i VPS, og de vil ikke kunne sammenføres med den øvrige aksjekapitalen før etter tilbudsperioden. Dersom emisjonen er prospektpliktig, må det også fremkomme av prospektet at aksjene som utstedes faller utenfor tilbudet. Forholdet må også beskrives i tilbudsdokumentet så lenge transaksjonen er kjent allerede på dette tidspunktet.

### **6.2.2 Rekkevidden av tilbudsplikten (epost av 04.12.02)**

Vi viser til ditt notat datert 4. desember 2002.

Det anføres at tilbudsplikten ikke vil omfatte B-aksjene i Selskap ASA bl.a. fordi (i) B-aksjene ikke vedtas utstedt før samtidig med at tilbudsplikt inntreffer for Aksjonær (samtidig emisjon av A-aksjer), og (ii) fordi B-aksjene ikke er/skal børsnoteres.

Når det gjelder (ii) er børsen av den oppfatning av vphl. § 4-1 omhandler alle aksjene i selskapet ("de øvrige aksjene i selskapet"). Ordlyden unntar ikke ikke-børsnoterte aksjer, og forarbeidene gir heller ikke støtte for en slik tolking. Børsens praksis tilsier heller ikke at ikke-børsnoterte aksjer kan holdes utenfor. Videre bemerkes at innehaverne av B-aksjer kan ha like stor interesse av å selge seg ut ved et kontrollskifte som eiere av A-aksjer. At B-aksjonærene skal likestilles med aksjonærer i ikke-børsnoterte selskaper ifm et kontrollskifte, kan vi ikke se at det er hjemmel for. At tilbudsplikten kun inntreffer for børsnoterte stemmeberettigede aksjer kan ikke medføre motsatt resultat.

I forhold til (i) er børsen noe mer usikker på svaret. Vi er imidlertid av den oppfatning at "Siem-saken" ikke uten videre kan legges til grunn som avgjørende argument for at B-aksjene i Selskap skal holdes utenfor tilbudet. I Siem-saken ble aksjene først vedtatt utstedt etter at både tilbudsplikt hadde inntrådt for tilbyder, og også etter at tilbud faktisk ble fremsatt. At de samme hensyn gjør seg gjeldende for aksjer som vedtas utstedt samtidig med at tilbudsplikt inntre er ikke like opplagt for børsen, selv om Aksjonærs salgspplikt først inntreer noe senere.

Dersom ønskelig kan vi imidlertid se nærmere på problemstilling (i).

### **6.2.3 Tilbudspris ved reorganisering (fra Siem Industries tilbudsdokument på DSND Inc av 15.11.02)**

Tilbudsprisen er i overensstemmelse med den høyest pris pr. aksje som Siem Industries har betalt eller avtalt å betale for aksjer i DSND Inc de siste 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte den 28. oktober 2002, samt i perioden fra tilbudsplikten inntrådte og frem til datoen for Tilbudsdokumentet.

På neste side er det gitt oversikt over sluttkursen i kroner og omsetningsvolum i antall aksjer for DSND Inc-aksjen på Oslo Børs siden selskapet ble notert 17. oktober 2002 frem til og med 14. november 2002. Kursen da tilbudsplikten inntrådte var NOK 16. Kursen steg deretter til NOK 17, før den igjen falt ned mot NOK 16. Etter at Tilbudet og refinansieringen av DSND Inc ble offentliggjort steg kursen til NOK 18.

## **6.3 GARANTI**

### **6.3.1 Epost til tilrettelegger av november 2002**

Vi har vurdert spørsmålet om garantien må omfatte de aksjene som tegnerne i nærstående emisjon eier, og hvor eierne har frafalt sin rett til å selge disse til tilbyder i tilbudsperioden. Vår oppfatning av garantiforskriften er at den ikke fritar for aksjer som omfattes av erklæring fra aksjeeier om frafallelse av rett til å selge aksjene til tilbyder i tilbudsperioden. Garantien må således etter børsens mening omfatte samtlige aksjer i selskapet som formelt omfattes av tilbudet.

## **6.4 KONSOLIDERING**

### **6.4.1 Børsklagenemndens sak 3/2002 av 18.12.02**

Avgjørelse av 18. desember 2002 av klage fra Verdipapirfondet Delphi Norge v/ Delphi Fondsforvaltning AS (Delphi) og Aksjefondet Gambak v/ Gambak Fondsforvaltning AS (Gambak) (i fellesskap kalt klager) over børsstyrets vedtak 25. september 2002 om ikke å konsolidere Credit Suisse First Boston Private Equity med tilknyttede selskaper/fond (CSFB) og Carlyle/Riverstone med tilknyttede selskaper/fond (Riverstone) i forhold til tilbudsplikten pga forpliktende samarbeide i Frontline Drilling ASA (FDR), jf. verdipapirhandelloven § 4-5, jf. § 1-4 nr. 5, jf. § 4-1.

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

Børsstyret fattet den 25. september 2002 vedtak med slik konklusjon:

"Børsstyret vedtok å ikke konsolidere CSFB og Riverstone i forhold til tilbudsplikten pga forpliktende samarbeide, jf verdipapirhandelloven § 4-5, jf § 1-4 nr. 5, jf § 4-1."

På vegne av Delphi og Gambak påklaget Advokatfirmaet Lindh Stabell Horten DA (LSH) i brev 9. oktober 2002 børsstyrets vedtak. På bakgrunn av en anførsel fra klager om at

det foreligger en saksbehandlingsfeil ved vedtaket av 25. september, har børsen innhentet en del ytterligere opplysninger som er forelagt partene. Bugge, Arentz-Hansen & Rasmussen advokatfirma (BA-HR) har i brev av 30. oktober 2002, på vegne av CSFB og Riverstone, avgitt tilsvar til Børsklagenemnden vedrørende klagen over børsstyrets vedtak av 25. september 2002. LHS har på vegne av klager avgitt ytterligere bemerkninger i telefax av 4. november 2002.

Børsstyret behandlet klagen i møte 20. november 2002 og fant ikke grunnlag for å omgjøre sitt eget vedtak av 25. september 2002. Klagen ble derfor sendt til behandling i Børsklagenemnden, jf. børsforskriften § 26-3 første ledd og lov 10. februar 1967 om behandlingsmåten i forvaltningssaker (forvaltningsloven) § 33.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 18. desember 2002. Ved behandlingen og avgjørelsen deltok Bjørg Ven (leder), Anne Cathrine Høeg Rasmussen, John Giverholt, Hugo Matre og Trygve Bergsåker.

## 2. Kort om sakens bakgrunn

Frontier Drilling ASA (FDR) hadde i første halvdel av 2001 behov for betydelig oppkapitalisering for å realisere selskapets ekspansjonsplaner. I den forbindelse ble de to selskapene CSFB og Riverstone hver for seg kontaktet av Bassøe Offshore AS som opptrådte på vegne av FDR. Begge var interessert, og i løpet av mai ble det inngått "Term Sheet" som tilsa at de to investorer totalt skulle bidra med USD 60 mill, fordelt på et konvertibelt lån på USD 30 mill og tegning av aksjer på USD 30 mill. CSFB og Riverstone hadde like andeler av hver investering.

Endelig avtale om investering ble inngått med de to selskaper 2. juli 2001 og omfattet konvertibelt lån på USD 30 mill, mens emisjonsbeløpet var blitt redusert til USD 20 mill. Både Term Sheet og den endelige avtale er forhandlet og inngått på samme betingelser med hhv CSFB og Riverstone.

Det er ingen eiermessige forbindelser eller forbindelser på ledelsesplan i de to selskaper. I forbindelse med investeringen i FDR inngikk CSFB og Riverstone en aksjonæravtale vedrørende forkjøpsrett og medsalgsrett og -plikt ved den annen parts aksjesalg. Aksjonæravtalen inneholder ellers ingen regulering av partenes forpliktelser i forhold til hverandre som aksjonærer i FDR. Børsen ble i juni 2001 bedt om å vurdere om aksjonæravtalen medførte at CSFB og Riverstone måtte konsolideres pga forpliktende samarbeid jf vphl § 1-4 nr. 5. I forbindelse med børsens vurdering av aksjonæravtalen ble også Term Sheet oversendt børsen. I henhold til Term Sheet "Conditions Precedent" punkt 4 skal investorene og selskapet som en betingelse for avtalen være enige om en forretningsplan for 2001-2003. I henhold til FDR var forretningsplanen utarbeidet av selskapet uten medvirkning fra investorene; disse ga senere sin tilslutning til den utarbeidede planen.

Børsen konkluderte med at aksjonæravtalen ikke medførte et forpliktende samarbeid jf vphl § 1-4 nr. 5. Børsens vurdering ble formidlet til CSFB og Riverstone i brev datert 22. juni 2001. I brevet informerte børsen også om at det konkrete faktiske samarbeide utover det som dekkes av avtalen vil være avgjørende for spørsmål om konsolidering på ethvert tidspunkt.

FDR planla å hente ytterligere USD 10 mill i det norske kapitalmarkedet. Det vises til børsmelding fra selskapet datert 21. mai 2001. Det viste seg imidlertid at det ikke var mulig å hente inn dette beløpet i august 2001 slik som planlagt. FDR henvendte seg da til sine to største aksjonærer med spørsmål om å investere ytterligere USD 10 mill som et konvertibelt lån. Avtale om konvertibelt lån på USD 10 mill ble inngått mellom FDR og hhv CSFB og Riverstone 19. oktober 2001, på samme vilkår som avtalen i juni 2001.



Etter en prosess som hadde foregått i FDRs ledelse og styre siden begynnelsen av september, besluttet styret 20. november 2001 å inngå avtale om kjøp av det flytende boreskipet Seillean fra Transocean Sedco Forex ("Transocean"). Selskapet hadde i den forbindelse behov for ca USD 100 mill i kapital. Selskapet ønsket å låne ca USD 50 mill og hente resterende kapital ved en emisjon. Styret foreslo å hente mellom USD 60 mill og USD 100 mill i markedet. Fordi selgeren ikke ville akseptere avtale med finansieringsforbehold fra FDR, ble de to største aksjonærer kontaktet med spørsmål om å stille fulltegningsgaranti ved emisjonen. Dette gjorde de i form av en forhåndskommittering til å tegne aksjer for totalt USD 60 mill i emisjonen, på 50/50 basis. Basert på tilsagn om bankfinansiering og hovedaksjonærenes forpliktelse til tegning av 19. november 2001, inngikk styret endelig og bindende avtale om kjøp av Seillean uten forbehold.

Det ble innkalt til ekstraordinær generalforsamling den 5. desember for å behandle kapitalforhøyelsen. Andre aksjonærer var ikke trukket inn på forhånd, og det viste seg at disse var imot emisjonen. Pareto Securities ASA ("Pareto") hadde mottatt fullmakter fra tilstrekkelig mange av de øvrige aksjonærer til å blokkere forslaget om kapitalforhøyelse ved negativt flertall. I henhold til fullmaktene kunne Pareto stemme for kapitalforhøyelsen, dersom aksjonærene ble gitt en "exit-mulighet". Om kvelden 4. desember før generalforsamlingen ble administrerende direktør i FDR orientert om de øvrige aksjonærers holdning.

Umiddelbart før generalforsamlingen den 5. desember mottok Pareto likelydende erklæringer fra hhv CSFB og Riverstone om deres intensjon om å gi øvrige aksjonærer tilbud om å kjøpe deres aksjer til NOK 1,50 per aksje. Det ble deretter tatt pause i generalforsamlingen hvor det ble ført samtaler mellom Mr. Benecerraf (CSFB) og Pareto. Samtalene resulterte i at CSFB forhøyet sin pris ved innløsning til NOK 1,60, og ga muntlig tilsagn om å dekke mellomlegget dersom Riverstone ikke ville gjøre tilsvarende forhøyelse. Partene er uenige om Mr. Benecerraf juridisk sett opptrådte på vegne av Riverstone eller ikke. På det grunnlag stemte Pareto på vegne av de norske aksjonærer de representerte for forslaget om kapitalforhøyelse.

Interessen for selskapets aksjer var minimal i den offentlige emisjonen, med det resultat at CSFB og Riverstone i henhold til avtalen måtte tegne tilnærmet hele kapitalforhøyelsen.

Endelig tilbud om innløsning av øvrige aksjonærer fra CSFB og Riverstone uteble etter gjennomføringen av kapitalforhøyelsen, og Pareto fikk 13. mars 2002 skriftlig beskjed om at slikt tilbud ikke ville bli gitt pga "changed circumstances". Denne meddelelse ble gitt i en felles e-mail fra CSFB og Riverstone til Pareto.

I brev til Oslo Børs av 2. april 2002 tok LSH på vegne av Delphi og Gambak opp spørsmålet om konsolidering av CSFB og Riverstone når det gjelder deres aksjeinnehav i FDR. En slik konsolidering vil etter emisjonen 5. desember 2001 føre til tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 4-1. Etter endel korrespondanse og fremleggelse av dokumentasjon fattet børsen sitt vedtak om ikke å konsolidere den 25. september 2002.

### 3. Klagers anførsler

Klager skriver i brevet av 9. oktober 2002 til Oslo Børs blant annet følgende om grunnlaget for klagen:

"Børsstyrets vedtak påklages fordi børsstyret har kommet til gal konklusjon basert på de opplysninger som ligger til grunn for børsstyrets behandling.

Videre påklages vedtaket fordi børsstyret burde ha innhentet ytterligere opplysninger fra de personer som var involvert i kjøpet av FPSO Seillean for å klargjøre CSFB / Riverstones involvering i dette kjøpet."

Ifølge klager er det først og fremst forholdene rundt kjøpet av det flytende produksjonsskipet Seillean høsten 2001, den påfølgende kapitalforhøyelsen for å finansiere dette kjøpet og det fremforhandlede "tilbudet" til minoritetsaksjonærene som er utslagsgivende for at CSFB og Riverstone skal konsolideres i forholdet til reglene om tilbudsplikt.

I tillegg foreligger det etter klagers oppfatning flere enkeltforhold som hver for seg ikke nødvendigvis gir grunnlag for konsolidering, men som sammen underbygger at det foreligger et mønster, et samarbeid om utøvelse av eierrettighetene mellom CSFB og Riverstone.

Etter klagers oppfatning har børsstyret lagt til grunn et for snevert innhold av kriteriet i verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 5. Innenfor rammene av de formelle rettigheter som eiere av aksjer besitter, ligger det også uformelle innflytelsesmekanismer som ikke kan overses i vurderingen av om flere eiere skal konsolideres. Etter klagers oppfatning viser prosessen forut for og ved kjøpet av Seillean, samt kapitalforhøyelsen 5. desember 2001, at CSFB og Riverstone samarbeider om utøvelsen av sin uformelle maktinnflytelse i FDR, og at deres siktemål var kontroll i FDR.

Gjennomføringen av kjøpet av Seillean i strid med øvrige aksjonærs vilje, innebar etter klagers oppfatning et så fundamentalt skifte i FDRs virksomhet, kapitalisering og eierstruktur at samarbeidet om dette prosjektet alene kvalifiserer til at det foreligger konsolideringsgrunnlag etter verdipapirhandelloven § 1-4 nr 5. Det vises i denne sammenheng til NOU 1996: 2 side 114 der det heter:

"Det er mer langsiktige former for samarbeid, som innebærer kontroll over selskapet, som bør begrunne konsolidering. På den annen side kan også et kortsiktig samarbeid med sikte på f.eks. salg av deler av selskapets virksomhet mv., etter omstendighetene være tilstrekkelig til at hensynene bak tilbudspliktreglene gjør seg gjeldende." (Klagers understrekning)

I relasjon til børsstyrets vektlegging av det faktum at FDR inviterte CSFB og Riverstone til å investere i FDR, særlig i forbindelse med utstedelsen av det konvertible lånet i oktober 2001, uttaler klager blant annet følgende:

"Selv om øvrige aksjonærer ikke har protestert mot CSFB og Riverstones inntreden, betyr ikke det at disse aksjonærene har akseptert at de to aksjonærene kan samarbeide om utøvelse av kontroll av selskapet. De øvrige aksjonærene hadde på dette tidspunktet ikke nødvendig kjennskap til realiteten i samarbeidet mellom CSFB og Riverstone."

Klager slutter seg heller ikke til børsstyrets vurdering av CSFB og Riverstones konverteringsrett. Det fremheves at selv om konverteringsretten isolert sett ikke likestilles med aksjer, vil konverteringsrett til ytterligere 36% av aksjene fungere som et maktmiddel. For å forstå maktforholdet i FDR er disse konverteringsrettene derfor etter klagers syn et viktig moment. For det annet er klager uenig i børsstyrets uttalelse om at et pålegg om tilbudsplikt på bakgrunn av konverteringsrettene ville medføre at både CSFB og Riverstone måtte ilegges tilbudsplikt og at dette neppe er i tråd med tilbudspliktsreglenes formål. Klager viser til at formålet med tilbudspliktsreglene er å beskytte minoritetsaksjonærene. I den grad tilbudsplikten utløses ved samtidig erverv fra flere investorer som medfører et kontrollskifte til fordel for flere investorer i fellesskap, må tilbudsplikten om nødvendig pålegges det konsoliderte fellesskap.

Ifølge klager har børsstyret kun vurdert hvert enkelt forhold som kan tilsi tilbudsplikt hver for seg. Den helhetsvurdering som børsstyret selv uttaler at en skal foreta, er etter klagers oppfatning ikke gjennomført i vedtaket. Klager uttaler videre i denne forbindelse:

”Som opplyst i møte ved Oslo Børs 28. juni 2002 fra Pareto Securities ASA, som var FDRs rådgiver i forbindelse med CSFB og Riverstones inntreden i selskapet, stilte alle involverte parter spørsmål om CSFB og Riverstone måtte konsolideres i forhold til tilbudsplikten i verdipapirhandelloven da CSFB og Riverstone trådte inn som aksjonær i FDR. Da CSFB og Riverstone fikk avklart spørsmålet fra Oslo Børs i relasjon til aksjonæravtalen, slo man seg imidlertid til ro med det. De øvrige aksjonærene forutsatte at samarbeidet var begrenset til det som følge av aksjonæravtalen. Det var kjent informasjon og det kunne man forholde seg til.

Det viste seg at CSFB og Riverstone opptrådte koordinert i enhver sammenheng. I følge Pareto Securities ASA kom alle forhandlingsinnspill i fellesskap, dvs i form av felles e-mail og annen korrespondanse. Og CSFB og Riverstone fremsto som enige seg i mellom om ethvert forhold tilknyttet FDR i sin kontakt med selskapet og dets tilrettelegger.

Av mer konkrete faktorer som må inngå i denne helhetsvurderingen er følgende:

- Det forelå en aksjonæravtale mellom CSFB og Riverstone, som bl a fastsatte forkjøpsrett, medsalgsrett og medsalgsplikt overfor den annen part.
- Vi oppfatter referatet fra møte mellom Riverstone og Oslo Børs 29. mai 2002 slik at de to amerikanske hovedaksjonærene har den samme investeringsfilosofien, og at den avtalte medsalgsretten i aksjonæravtalen skal sikre at begge parter kan foreta en kontrollert utgang ut av selskapet dersom en av partene går ut av selskapet uten å bli erstattet med en tilsvarende likesinnet. Det ligger således en forutsetning om fellesinvestering til grunn for de to hovedaksjonærer deltakelse i selskapet.
- CSFB og Riverstone saminvesterte ved fire anledninger; kapitalforhøyelse i juli 2001, konvertibelt lån i juli 2001, konvertibelt lån i oktober 2001 og fulltegningsgaranti og kapitalforhøyelse i desember 2001.
- CSFB og Riverstone hadde to styremedlemmer hver i et styre som besto av åtte medlemmer.
- CSFB og Riverstone deltok på vegne av FDR – i hvert fall som premissleverandør - i prosessen ved kjøpet av Seillean tidlig høsten 2001.
- CSFB og Riverstone ga sammen fulltegningsgaranti for kapitalforhøyelsen 5. desember 2002. Denne garantien forelå i realiteten allerede før 11. oktober 2001 i følge det som er opplyst til Pareto Securities ASA.
- CSFB og Riverstone ga et identisk tilbud til øvrige aksjonærer om utkjøp av disse aksjonærene. I forhandlingene om tilbudsprisen innesto CSFB for Riverstones økning av tilbudet fra NOK 1,50 pr aksje til NOK 1,60 pr aksje, jf Kinnevik-saken som det er referert til i børsstyrets vedtak på side 6 der et slikt forhold ble tillagt betydelig vekt i konsolideringsvurderingen.
- CSFB og Riverstone trakk i felles e-post tilbake ovennevnte tilbud om utkjøp.
- CSFB og Riverstone eier i dag 39,9% hver av aksjene i FDR (likt fordelt mellom disse).
- CSFB og Riverstone har i dag i tillegg konvertible lån med rett til utstedelse av ytterligere 18% hver av aksjene.
- Det har ikke vært situasjoner etter CSFB og Riverstones inntreden på aksjonærsiden hvor CSFB og Riverstone har opptrådt differensiert ovenfor øvrige aksjonærer.

- I tidsskriftet TradeWinds den 16. august 2002 opplyses det (side 27) at Nasdaq-listede Seabulk har inngått avtale om rettet emisjon mot CSFB og Riverstone, samt at CSFB og Riverstone kjøper 49% av Seabulks eksisterende aksjer. Selskapene i CSFB og Riverstone er identiske med de som er eiere av FDR aksjene (og lånet), og artikkelen behandler de to investorene som "gruppe". CSFB og Riverstone er således ikke ukjente samarbeidspartnere også i andre sammenhenger. Artikkelen er inntatt som Bilag 4.

Ovennevnte viser at CSFB og Riverstone samhandler som aksjonærer i FDR. CSFB og Riverstone har full kontroll over FDR. I tillegg viser prosessen rundt kjøpet av Seillean og kapitalforhøyelsen 5. desember 2001 at CSFB og Riverstone benytter sin samlede kontroll i fellesskap.

Hele prosessen rundt kjøpet av Seillean fremstår som et strategisk spill der CSFB og Riverstone gjennom maktutøvelse i fellesskap utøvet kontroll over FDR, og samtidig økte sin felles eierandel fra 50% til 79%. Denne maktdemonstrasjonen og ytterligere eierkontrollen medførte igjen at CSFB og Riverstone la grunnlag for videre oppkjøp i selskapet til en sterkt redusert kurs fordi likviditeten gikk ut av aksjen.

Det er derfor klart at

- "det må antas at [CSFB og Riverstone] har forpliktende samarbeid [...] når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av"

aksjer og konvertible obligasjoner utstedt av FDR, jf verdipapirhandelloven § 1-4 nr 5."

Etter klagers oppfatning er det også en svakhet ved børsstyrets vedtak at det ikke behandler et av hovedhensynene bak tilbudspliktsreglene, nemlig å sikre selskapets minoritetsaksjonærer en rettsmulighet ved et kontrollskifte. Ifølge klager sitter øvrige aksjonærer i FDR idag innelåst fordi CSFB og Riverstones kontroll med selskapet har medført at det ikke er interesse for aksjen i det åpne markedet. Klager uttaler videre i denne forbindelse:

"Dersom Børsklagenemnden - som børsstyret - legger til grunn at forpliktende samarbeid om utøvelse av aksjonærrettigheter kun kan utløse tilbudsplikt dersom dette er dokumentert i formelle og dokumenterbare beslutninger og avtaler, har ikke alternativet i konsolideringsbestemmelsene i verdipapirhandelloven § 1-5 nr 4 noen verdi.

I så fall er det fritt frem for uformelt samarbeid mellom aksjonærene i børsnoterte selskaper. Dette er i så fall et varsel til investorene i selskapene som noteres på Oslo Børs. Den minoritetsbeskyttelse som tilbudspliktsreglene tilsynelatende representerer vil ikke ha noen realitet der et selskap kontrolleres i fellesskap av flere samstemte aksjonærer."

Med hensyn til Oslo Børs' saksbehandling uttaler klager blant annet følgende:

"Oslo Børs har ikke innhentet uttalelser fra de involverte personer i FDR som deltok i kjøpet av Seillean. I vårt brev til Oslo Børs av 7. mai 2002 opplyste vi om at tidligere styreformann i FDR Gudmund Rønningen, tidligere finansdirektør Bjørn Olafsson og nåværende adm dir Idar Iversen også ville kunne belyse den aktuelle sak. I tillegg vil også Jonathan Fairbanks i Bassoe Offshore (Houston) kunne oppklare forholdene rundt kjøpet av Seillean. Han var svært sentral i å koble FDR og CSFB helt fra starten, har et forretningsmessig langt forhold til Steve Webster og har meglet mange rigg-transaksjoner for RB Falcon og Transocean opp

gjennom årene. Jonathan Fairbanks sitter trolig på mange opplysninger om hvordan Seillean prosjektet ble initiert, utviklet og gjennomført rent kommersielt.

Sett i lys av at børsstyret har uttrykt sterk tvil om vurderingen av hendelsene rundt kjøpet av Seillean høsten 2001 og kapitalforhøyelsen 5. desember 2001, vurderer vi det som ufullstendig saksbehandling når disse personer ikke er kontaktet for å klargjøre hendelsesforløpet rundt disse episodene. Det kan ikke utelukkes at den ufullstendige saksbehandlingen kan ha påvirket utfallet av saken.”

Klager anfører også at børsstyret i sin vurdering av saken kun forholdt seg til formelle dokumenter for FDRs saksbehandling av kjøpet av Seillean og kapitalforhøyelsen. Etter klagers syn må det også tas hensyn til de uformelle maktstrukturer i selskapet.

Klager påpeker videre at børsstyret ikke har vurdert spørsmålet om kjøpet av Seillean er utøvelse av kontroll fra CSFB og Riverstone. Dette skulle etter klagers syn vært gjort.

Avslutningsvis anføres det fra klagers side at børsstyret ikke har foretatt en helhetsvurdering av de indikasjoner som foreligger.

#### 4. Merknader fra CSFB og Riverstone

I brev av 30. oktober 2002 gjør advokatfirmaet BA-HR, på vegne av CSFB og Riverstone gjeldende at børsstyrets vedtak må opprettholdes.

BA-HR viser til at CSFB og Riverstone har optrådt og opptrer som separate enheter med hensyn til å gjøre bruk av rettighetene som eier av finansielle instrumenter utstedt av FDR. Det foreligger etter deres oppfatning ingen omstendigheter som skulle kunne medføre at CSFB og Riverstone skal konsolideres med hjemmel i verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 5.

I den nærmere redegjørelsen for CSFB og Riverstones syn vises det til at det er et alvorlig inngrep å pålegge en investor å fremsette et pliktig tilbud. Videre vises det til at det er Oslo Børs og derved Delphi og Gambak, som bærer bevisrisikoen for at det foreligger et forpliktende samarbeid som gir grunnlag for konsolidering, at CSFB og Riverstone er to separate juridiske enheter og at det ikke er eller har vært noen eiermessig forbindelse eller forbindelse på ledelsesplan mellom de to investeringsselskapene.

Ytterligere vises det til at selskapenes eierandeler i FDR er en følge av at FDR har villet innhente nødvendig kapital for å finansiere utvidelse av selskapets aktiviteter og at FDRs øvrige aksjonærer ikke har vært villige til å investere ny kapital i selskapet. CSFB og Riverstone har i dag en eierposisjon som overstiger det som var planlagt ved deres inntreden i selskapet. CSF og Riverstone har investert kapital i FDR med det formål å finansiere fremtidig vekst for selskapet og skape verdier for aksjonærene, ikke å ta kontroll med selskapet.

Hva gjelder de reelle hensyn som er anført av klager, viser CSFB og Riverstone til at det er sistnevnte aksjonærer som har tapt mest på kursnedgangen i FDR og at den begrensede omsetningen i FDRs aksjer har begrenset også deres mulighet til å avhende sine aksjer. Det påpekes videre at den situasjon som har oppstått har sin bakgrunn i en bevisst handlingsplan fra FDRs og dets aksjonærers side. Etter disse partenes oppfatning må man ved forberedelsen av loven ha vært klar over at slike situasjoner ville oppstå. På denne bakgrunn må man etter CSFB og Riverstones oppfatning forholde seg lojalt til at tilbudspliktsgrensen er satt til 40 %, samt at det ilegges tilbudsplikt der hvor aksjer som overstiger denne grensen besittes av en gruppe aksjonærer som har en avtale om hvordan man skal utøve sine aksjonærrettigheter. Det har i dette tilfelle aldri

blitt inngått noen avtale, verken skriftlig, muntlig eller stilltiende, mellom CSFB og Riverstone som innebærer et forpliktende samarbeid når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument utstedt av FDR.

Den gjennomgang av omstendigheter som Delphi og Gambak har anført som grunnlag for at tilbudsplikt skal pålegges kommenteres av BA-HR på følgende måte:

”De faktorer og hendelser som listes opp av Delphi og Gambak i klagens pkt. 4.7 er ikke utslag av, eller indikasjoner på, et forpliktende samarbeid, men derimot en følge av at CSFB og Carlyle/Riverstone hver for seg ved flere anledninger har investert i FDR etter invitasjon fra selskapet. Dette gjelder også hendelser i forbindelse med kjøpet av Seillean. Som påvist har ikke CSFB og Carlyle/Riverstone på noe tidspunkt hatt en avtale vedrørende hvordan man skulle gjøre bruk av sine rettigheter som aksjonærer i FDR.

Det kan imidlertid ikke, som anført av Delphi og Gambak på side 14 i klagen, anses å ligge en forutsetning om fellesinvestering til grunn for CSGBs og Carlyle/Riverstones deltakelser i selskapet. Det er ikke noe mistenkelig ved det at to aksjonærer tenker, og til og med handler likt, vedrørende investeringer.”

CSFB og Riverstone bestrider også klagers anførsler vedrørende FDRs kjøp av Seillean. Det er ikke riktig at kjøpet er presset gjennom av CSFB og Riverstone. Selv om de hver for seg har vært positive til kjøpet, har styret i FDR tatt beslutningen om kjøpet av skipet på selvstendig grunnlag, basert på en grundig utredning og redgjørelse fra selskapets administrasjon. CSFB og Riverstone har ikke flertall i styret og har ikke påvirket styret utilbørlig på noen som helst måte. Det vises til at kjøpet av Seillean var en naturlig oppfølging av selskapets vedtatte forretningsplan fra 2001-2003 og at det av de uttalelser selskapet har kommet med til investorer i offisielle sammenhenger fremgår at FDR i 2002 planla å gå inn i flytende produksjon ved kjøp av et slikt skip. Kjøpet av Seillean er altså helt i tråd med selskapets forretningsstrategi.

Klagerens anførsler innebærer en beskyldning om at FDRs styremedlemmer ikke utøver sitt verv i overensstemmelse med norske selskapsrettslige regler, men lar seg presse av de to hovedaksjonærer til noe som ikke er fornuftig. Det foreligger ingenting i de fremlagte bevis som underbygger dette eller antyder at disse styremedlemmene ikke utøver sine plikter og rettigheter til beste for selskapet og selskapets aksjonærer.

Det faktum at styremedlem Steve Webster, som representerer CSFB i styret, ble sterkere trukket inn i transaksjonen enn andre styremedlemmer, har sammenheng med at han hadde forhåndskunnskap om skipet, som tidligere konsernsjef i RB Falcon. Han kunne dermed bidra til å fremskaffe bedre grunnlag for styrets avgjørelse av om hvorvidt kjøpet skulle foretas eller ikke. Det fremstår som meget søkt å mistenkeliggjøre Websters fortid i denne forbindelse. Alle styremedlemmene i FDR skal bidra i styringen av selskapet med sin unike profesjonelle bakgrunn, og det er nettopp slik variert forretningsmessig erfaring som er positivt for forvaltningen av ethvert selskap.

Ytterligere bestrider CSFB og Riverstone at omstendighetene knyttet til kapitalforhøyelsen 5. desember og forhandlingene i denne relasjon tilsier at det foreligger forpliktende samarbeid mellom CSFB og Riverstone. Det presiseres i denne forbindelse at:

”anførselen om at Ari Benacerraf opptrådte på vegne av både CSFB og Carlyle/Riverstone i prosessen knyttet til intensjonsbrevet forut for generalforsamlingen 5. desember ikke medfører riktighet.”

Etter CSFB og Riverstones oppfatning er det ikke noe i deres opptreden i denne sammenheng som indikerer at partene har et forpliktende samarbeid vedrørende bruk av

aksjonærrettighetene i FDR. Det er ingenting knyttet til intensjonserklæringene eller gjennomføringen av disse som innebærer bruk av aksjonærrettigheter.

## 5. Børsstyrets vurderinger

På bakgrunn av anførselen om saksbehandlingsfeil ved vedtaket av 25. september 2002 har børsen innhentet ytterligere informasjon ved å stille en rekke spørsmål til samtlige åtte styremedlemmer og tidligere administrerende direktør i FDR, Idar A. Iversen. Disse har alle svart. Videre har FDR gitt en detaljert redegjørelse for behandlingen av kjøpet av Seillean. Det er enighet blant de forespurte om at kjøpet av Seillean ikke ble presset gjennom eller kontrollert av CSFB og Riverstone. Samtlige styremedlemmer har opplyst at de gikk inn for kjøpet fordi de av forskjellige forretningsmessige grunner anså dette å være til selskapets og derved aksjonærfellesskapets beste.

Børsstyret fastholdt sitt vedtak i møte den 20. november 2002.

### 5.1 Ugyldighet pga feil i saksbehandlingen

Klager mener at børsen ikke i tilstrekkelig grad innhentet opplysninger fra personer som var involvert i kjøpet av Seillean for å klargjøre CSFB og Riverstones involvering i dette kjøpet.

På denne bakgrunn drøfter styret om børsen i henhold til forvaltningsloven (fvl) § 17 jf børsloven (bl) § 5-14, har oppfylt sin plikt til forsvarlig saksbehandling. Børsstyret mener at plikten er oppfylt, og viser blant annet til at børsen har gjennomgått protokoller fra samtlige styrebehandlinger av saken som viser at behandlingen har foregått på en ordinær måte. Disse indikerer ikke utøvelse av press eller "kontroll" fra CSFB og Riverstones side.

Børsen har derfor lagt til grunn at alle styremedlemmer i FDR stemte for kjøpet av Seillean ut fra egen oppfatning om at dette ville være til selskapets og aksjonærfellesskapets beste. Kravet i fvl § 17 om at forvaltningsorganet skal påse at saken er "så godt opplyst som mulig" kan i henhold til juridisk teori ikke tas helt bokstavelig. Det vil svært ofte være mulig å gjøre ytterligere undersøkelser, uten at dette kan sies å være et krav for å ha oppfylt bestemmelsen. Flere hensyn vil være av betydning, bl.a. hensynet til rask saksbehandling og forsvarlig bruk av ressursene. Det henvises til Woxholths "Forvaltningsloven med kommentarer" (1999) s. 279. Det var ingen grunn til å tro at styreprotokoller og opplysninger gitt av selskapet selv ikke var i overensstemmelse med de faktiske forhold. Disse opplysningene ble med rette ansett som gitt av pålitelige kilder.

På bakgrunn av ovennevnte anser børsstyret at børsen har oppfylt forvaltningslovens krav til forsvarlig saksbehandling i fvl § 17 i relasjon til spørsmålet om vedtaket om kjøpet av Seillean ble truffet etter press eller "kontroll" fra CSFB og Riverstone.

Subsidiært ville slik innhenting av informasjon høyst sannsynlig ikke endret de faktiske forhold som ble lagt til grunn for vedtaket av 25. september 2002, noe den senere innsamling av opplysninger viser. Vilkåret for ugyldighet er derfor ikke under noen omstendighet til stede.

Atter subsidiært, under forutsetning av at det forelå en saksbehandlingsfeil som kan ha påvirket børsstyrets vedtak av 25. september 2002, anser børsstyret at denne feil nå er rettet ved at børsen har innhentet slik ytterligere informasjon og uttalelser som klager har anført som grunnlag for feilen.

### 5.2 Betydningen av konvertible lån i forhold til verdipapirhandelloven § 4-5

Børsstyret viser til at det synes som om LSH mener at CSFB og Riverstones respektive konvertible lån skal medtas i beregningen av investorenes eierandeler i FDR.

Verdipapirhandelloven § 4-1 fjerde ledd fastsetter at:

”Dersom erverv av rett til å bli eier av aksjer må anses som reelt erverv av aksjene, kan børsen pålegge tilbudsplikt for den som gjennom slikt erverv får rett til å bli eier av aksjer som sammen med vedkommendes øvrige aksjer representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et børsnotert selskap.”

Etter børsstyrets oppfatning må en ved vurderingen av om inngåelsen av låneavtaler må anses som reelt erverv for långiveren se hen til de økonomiske betingelsene for lånet og konverteringsretten, og hvilken eierinnflytelse långiverne eventuelt har. Hvis långiveren gjennom lånebetingelsene kan sies å ha betalt en vesentlig del av prisen for aksjene, er konvertering så sannsynlig at vedkommende økonomisk sett kan likestilles med en eier. Etter børsstyrets vurdering synes imidlertid de to lånene i den foreliggende sak å være inngått til markedsbetingelser. Avtalene gir ikke långiverne rettigheter i eller overfor selskapet utover hva som er vanlig i lånekontrakter av denne art. Det foreligger etter børsstyrets oppfatning ikke omstendigheter i de aktuelle låneavtaler som medfører at man må se bort fra den formelle struktur, nemlig at CSFB og Riverstone først blir eiere av aksjene når konverteringsretten utøves. Børsstyret finner således ikke at inngåelse av det konvertible lånet den 2. juli 2001 må anses som reelt erverv av aksjer.

Børsstyret erklærer seg på den annen side enig med klager i at de to aksjonærenes konverteringsrett kan ha betydning for den reelle innflytelsen i selskapet ved at de derved hver for seg kan bruke konvertering som et pressmiddel.

### 5.3 Spørsmål om konsolidering og tilbudsplikt pga forpliktende samarbeid

Børsstyret viser til at Delphi/Gambak mener at CSFB og Riverstone har tilbudsplikt overfor øvrige aksjonærer i selskapet jf vphl § 4-1 jf § 4-5 jf § 1-4 nr. 5 pga forpliktende samarbeid.

I henhold til verdipapirhandelloven § 4-1 foreligger tilbudsplikt for:

”[d]en som gjennom erverv blir eier av mer enn 40 prosent av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs...”

Videre følger det av lovens § 4-5 at:

”I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med aksjonærens egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-5.” (Riktig henvisning er til § 1-4.)

Den aktuelle bestemmelse om hvem som skal regnes for nærstående finnes i verdipapirhandelloven § 1-4 nr 5, som lyder:

”Som noens nærstående menes  
(...)

5. noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument.”

Børsstyret viser til at CSFB og Riverstone hver er opplyst å eie 39,9 % av aksjene i FDR per dags dato. Det foreligger dermed ikke tilbudsplikt på grunnlag av eget aksjeinnehav i selskapet. Til sammen eier de imidlertid 79,8 % og spørsmålet er derfor om det er



grunnlag for konsolidering av CSFB og Riverstone etter bestemmelsen om forpliktende samarbeid i vphl § 1-4 nr 5.

Om vilkåret om "forpliktende samarbeid når det gjelder å gjøre bruk av rettigheter som eier av et finansielt instrument" uttaler børsstyret blant annet følgende:

"Børsen har på generelt grunnlag tolket vilkåret om "forpliktende samarbeid når det gjelder å gjøre bruk av rettigheter som eier av et finansielt instrument", jf § 1-4 nr. 5 slik at dette medfører et krav om faktisk samarbeid hvoretter partene i forhold til hverandre er gjensidig forpliktet ved utøvelse av aksjonærrettigheter. Bestemmelsen medfører ikke et krav om at samarbeidet er nedfelt i en formell avtale. Det er i så måte tilstrekkelig å sannsynliggjøre at partene på grunnlag av sin handlemåte er forpliktet i forhold til hverandre. Børsen legger videre til grunn at det ikke kan stilles krav om mulig sanksjonering for at et forpliktende samarbeide skal anses å foreligge. Det er ikke slik at enhver samtale eller "samarbeide" i enkeltsaker eller flere saker medfører at det foreligger et forpliktende samarbeide. Børsen legger til grunn at aksjonærer i børsnoterte selskaper må kunne føre samtaler om hvilke veivalg og avgjørelser som er best for selskapet uten at det av den grunn foreligger et forpliktende samarbeide.

Børsen påpeker videre at et samarbeid/avtaler som alene gjelder kjøp og salg av aksjer ikke nødvendigvis vil medføre konsolidering med hensyn til tilbudsplikten. Konsolidering etter vphl § 4-5 skal hindre at flere aksjonærer etter et forpliktende samarbeide om utøvelse av aksjonærrettigheter kontrollerer mer enn 40 % av aksjene uten at tilbudsplikten utløses. For å konsolidere to parter i henhold til § 4-5 jf § 1-4 nr. 5 bør derfor samarbeide kunne relateres til oppnåelse eller utøvelse av kontroll over det aktuelle selskap. Samarbeide kun med henblikk på kjøp og salg av aksjer, uten øvrige forpliktelser for partene vil derfor etter omstendighetene ikke medføre konsolidering jf vphl § 4-5."

Børsen viser til at det må det foretas en konkret vurdering av hvert enkelt konsolideringstilfelle. Basert på de enkelte momenter må det avgjøres om det totalt sett må anses å foreligge et samarbeide som oppfyller vilkårene i vphl § 1-4 nr. 5. Børsen har bevisbyrden for at det foreligger grunnlag for konsolidering, hvilket innebærer at de foreliggende omstendigheter etter børsens oppfatning må medføre sannsynlighetsovervekt (mer enn 50 % sannsynlig) for at partene har et "forpliktende samarbeide" om utøvelse av eierrettighetene.

Børsstyret legger vekt på at initiativet til CSFB og Riverstones investering kom fra FDR og at beslutning om gjennomføringen av investeringen ble fattet av generalforsamlingen den 15. juni 2001 hvor også Delphi og Gambak deltok/hadde anledning til å delta. Selskapet, ved generalforsamlingen, gjorde således et veivalg med hensyn til aksjonærstruktur, når det valgte å hente inn to store aksjonærer som hver skulle eie ca 25 % (etter det opplyste).

At generalforsamlingen valgte denne struktur er imidlertid etter børsstyrets oppfatning ikke til hinder for at det kan ha foregått et forpliktende samarbeide mellom CSFB og Riverstone.

Børsstyret kan ikke se at det foreligger grunnlag for å tvile på CSFB og Riverstones opplysning om at investeringsbeslutningen ble foretatt separat av hhv. CSFB og Riverstone. Det foreligger ingen eiermessige eller andre tilknytningspunkter mellom CSFB og Riverstone i henhold til mottatte opplysninger.

Med hensyn til forhandlingene om vilkårene for CSFB og Riverstones investering i FDR legger børsstyret, på bakgrunn av den foreliggende informasjon, til grunn at samarbeidet gjaldt den praktiske gjennomføring av forhandlingene, mens de reelle beslutninger ble tatt av de kompetente organer i hhv CSFB og Riverstone, uavhengig av hverandre. På

bakgrunn av den rammen forhandlingene hadde fått ved at FDR ønsket å bringe inn to store aksjonærer, med like stor eierandel på samme tidspunkt, synes det etter børsstyrets oppfatning naturlig at avtalene ble inngått på identiske betingelser. At investorene fremsatte felles forhandlingsforslag synes som en praktisk konsekvens av dette, snarere enn en konsekvens av at investorene samarbeidet med hensyn til investeringsbeslutningen eller for i fellesskap å oppnå kontroll i FDR.

Også den endelige avtale mellom selskapet og investorene datert 2. juli 2001 fremhever etter børsstyrets oppfatning at investorene ikke hefter for hverandres investering i FDR. Av denne følger det blant annet av avtalens punkt 2.4:

“The obligations of the Purchasers hereunder are several and not joint obligations and no Purchaser shall have any liability to any Person for the performance or non-performance by any other Purchaser hereunder”.

Børsstyret finner heller ikke grunn til å legge vekt på det faktum at CSFB og Riverstone lot seg representere ved samme norske advokat (BA-HR). Etter styrets oppfatning synes det at partene søkte råd om norsk rett hos samme advokat snarere som en naturlig samordning av ressurser enn et utslag av eller indikasjon på et forpliktende samarbeide. Børsstyret peker dessuten på at FDR overfor børsen har opplyst at CSFB og Riverstone overfor dem fremsto som separate parter i forhandlingene som var svært opptatt av å sikre sine egne interesser.

CSFB og Riverstone inngikk i forbindelse med investeringen i FDR en avtale om forkjøpsrett, medsalgsrett, og medsalgsplikt under bestemte forutsetninger. Delphi/Gambak har påpekt at særlig medsalgsplikten er et sterkt inngrep i hhv CSFB og Riverstones rett til å utøve rettigheten til å selge sine aksjer fritt. Det hevdes at denne avtalen er et viktig moment som taler for at det foreligger et forpliktende samarbeide mellom CSFB og Riverstone.

Børsstyret viser til at børsen i brev datert 22. juni 2001 vurderte dette samarbeide slik at “[f]ormålet med aksjonæravtalen synes ikke å være å oppnå kontroll over selskapet, men at partene oppnår rettigheter og forpliktelser overfor hverandre ved et eventuelt salg og kjøp av aksjer i FDR”. Styret erkjenner at i forhold til eventuelle uskrevne samarbeidsforpliktelser vil denne reguleringen kunne utgjøre en form for sanksjon. Uten sannsynliggjøring av samarbeidsforpliktelser er dette imidlertid ikke tilstrekkelig i seg selv.

Børsstyret opprettholder således den vurdering som børsen ga uttrykk for i nevnte brev av 22. juni 2001, nemlig at aksjonæravtalen i seg selv ikke tilsier at partene skal konsolideres i henhold til vphl § 4-5 jf § 1-4 nr. 5. Etter styrets oppfatning kan det heller ikke legges til grunn, slik Delphi/Gambak anfører, at avtalen medfører at CSFB og Riverstone er nær grensen for et forpliktende samarbeide, slik at ethvert øvrig samarbeide medfører at det skal foretas konsolidering av partene. Spørsmålet om “forpliktende samarbeid” må etter børsstyrets oppfatning avgjøres etter en helhetsvurdering av alle relevante forhold. Aksjonæravtalen vil være et moment som medtas i denne vurderingen.

I oktober 2001 ga CSFB og Riverstone FDR et konvertibelt lån på USD 10 mill. Dette lånet økte ikke partenes eierandeler i selskapet, men kan potensielt gjøre det dersom konverteringsretten utøves. Delphi/Gambak har anført at dette låneforholdet må ses som et uttrykk for CSFB og Riverstones koordinerte opptreden, hvilket igjen viser at det foreligger et forpliktende samarbeide.

Børsstyret viser til at initiativet til investeringen i oktober ble tatt av FDR fordi selskapet ikke greide å hente inn USD 10 mill i det norske kapitalmarkedet, slik som forutsatt. Dette er etter børsstyrets oppfatning et forhold som taler imot at avtalene om konvertible lån viser at det foreligger et forpliktende samarbeid mellom CSFB og

Riverstone. I samme retning trekker det etter styrets oppfatning at det var FDR som foreslo at investeringen skulle gjøres som en økning i det konvertible lån. At CSFB og Riverstone ønsket å delta med lik andel var etter styrets syn naturlig for å opprettholde balanseforholdet dem i mellom. Styret viser videre til at FDR av kommersielle grunner i en slik situasjon vanskelig kunne inngått avtale med investorene på forskjellige betingelser. At avtalen etter det opplyste er inngått på betingelser tilsvarende med avtalen i juni 2001 tyder dessuten etter børsstyrets oppfatning på at det ikke ble forhandlet nevneverdig om avtalens innhold i oktober 2001. Børsstyret finner ikke å kunne slutte seg til anførselen fra klager på dette punkt.

Når det gjelder uttalelsen fra klager om at CSFB og Riverstone etter investeringen i oktober 2001 tok kontroll over selskapet viser børsstyret til at verken CSFB, Riverstone eller FDR er enige i at kontrollen ble overtatt på angitte tidspunkt eller tidligere.

Med hensyn til FDRs beslutning om å kjøpe Seillean uttaler børsstyret:

”Børsen vil bemerke at selve beslutningen om å kjøpe Seillean og inngåelse av kontrakt med Transocean ble besluttet av FDRs styre. I styret sitter det to representanter utpekt av hver av CSFB og Riverstone, i tillegg til de fire øvrige styremedlemmene. CSFB og Riverstone har således ikke flertall i styret.

Oslo Børs har mottatt styreprotokoller fra behandlingen av kjøpet av Seillean i selskapets styre. Pga taushetsplikten er disse ikke formidlet til Delphi/Gambak. Av de mottatte protokoller ser det ut til at kjøpet er behandlet på en helt ordinær måte. Det fremgår ikke at kjøpet var initiert eller presset gjennom av CSFB og Riverstone. Av protokollene fremgår det at saken ble utredet av administrasjonen og presentert for styret. Det fremgår videre at styret enstemmig besluttet å gjennomføre kjøpet.

Delphi/Gambak hevdet i møte med Oslo Børs den 28. juni 2002, at styret reelt sett ikke hadde noe valg da selskapets hovedaksjonærer ønsket dette kjøpet. Børsen har ikke funnet indikasjoner på dette i den mottatte dokumentasjon. Børsen viser til det ansvar som påhviler hvert enkelt styremedlem. Disse skal ivareta selskapets og aksjonærenes interesser. Børsen har ikke grunnlag for å legge til grunn at styremedlemmene ikke fattet vedtak etter egen vurdering av hva som var til selskapets og alle aksjonærenes beste.”

Børsstyret finner således ikke å kunne legge vekt på anførseler i klagen om at styrets vedtak om kjøp av Seillean ble truffet under press og kontroll fra CSFB og Riverstone. Dette er etter styrets oppfatning ikke tilstrekkelig sansynliggjort og kan ikke legges til grunn som faktum.

Videre konkluderer børsstyret med at utvidelsen av selskapets virksomhetsområde lå innenfor de planer selskapet på et tidlig tidspunkt hadde kommunisert til markedet.

Børsstyret drøfter etter dette betydningen av kapitalforhøyelsen og forhandlingene i den relasjon sett i forhold til spørsmålet om det forelå forpliktende samarbeid mellom CSFB og Riverstone. I denne forbindelse uttales blant annet:

”Styret besluttet å kjøpe det flytende produksjonsskipet Seillean og finansiere dette dels ved banklån og dels ved en kapitalforhøyelse. Før avtale med Transocean ble inngått hadde CSFB og Riverstone påtatt seg å tegne USD 60 mill i en slik kapitalforhøyelse. Dette dekket selskapets behov for kapitaltilskudd for gjennomføring av kjøpet. Kapitalforhøyelsen skulle imidlertid gjøres som en offentlig emisjon, hvor CSFB og Riverstone ville tegne de aksjer som ikke ble tegnet i markedet. Interessen i markedet viste seg å være minimal og CSFB og Riverstone måtte derfor tegne den kapital de hadde forpliktet seg til å tegne.

I relasjon til generalforsamlingens beslutning om offentlig emisjon hevder Delphi/Gambak at CSFB og Riverstone benyttet sin maktposisjon, ved at de eide totalt 50 % av aksjene og hadde konverteringsrett til et betydelig antall aksjer, til å presse gjennom den nødvendige beslutning. Det er anført at øvrige aksjonærer i utgangspunktet ønsket å blokkere en emisjonsbeslutning, og at Pareto møtte med tilstrekkelige fullmakter som tilsa negativt flertall som ville forhindre vedtaket. Paretos fullmakt tilsa etter det opplyste at de skulle stemme mot kapitalforhøyelsen, med mindre CSFB og Riverstone påtok seg å kjøpe ut de øvrige aksjonærer. CSFB og Riverstone ga etter hvert likelydende tilbud formulert som en "intention" om å kjøpe ut øvrige aksjonærer. Parteto forhandlet med en representant for CSFB om forhøyelse av innløsningskursen. I følge Delphi/Gambak ga denne representanten uttrykk for at blokkering av kapitalforhøyelsen ville få dramatiske følger for selskapet da det da ville komme i kontraktsbrudd overfor Transocean. På grunnlag av de mottatte intensjonserklæringer stemte Pareto på vegne av de aksjonærer de representerte for kapitalforhøyelsen.

Delphi/Gambak har anført at CSFBs representant må anses å ha opptrådt på vegne av både CSFB og Riverstone i forhandlingene med småaksjonærene. Det vises til at han gikk med på å øke prisen på tilbudet fra NOK 1,50 per aksje til NOK 1,60 per aksje. I den sammenheng ga han uttrykk for at CSFB ville dekke mellomlegget dersom Riverstone ikke ville akseptere økningen. Delphi/Gambak mener det har formodningen mot seg at han ville gitt en slik garanti dersom det ikke forelå en felles forståelse mellom partene. Riverstone og CSFB hevder at det ikke forelå noen fullmakt fra Riverstone til CSFB. Det kan etter børsens oppfatning være naturlig å se på Mr. Benacerrafs utsagn som et tegn på at det nettopp ikke var innenfor hans myndighet å forplikte Riverstone. Det er imidlertid vanskelig å avgjøre basert på mottatte opplysninger. Det er imidlertid sikkert at CSFB og Riverstone fremsatte identiske intensjonserklæringer overfor Pareto som representant for småaksjonærene, disse er fremlagt som vedlegg 14 og 15 til brev fra LSH datert 2. april 2002. Det er således åpenbart at det må ha foregått en eller annen form for samarbeide mellom CSFB og Riverstone i forbindelse med disse forhandlingene. Uten at det er dokumentert eller av avgjørende betydning kan det synes nærliggende at "tilbudet" / "intensjonen" forutsatte at begge parter gjennomførte det. Dette støttes også av CSFB og Riverstones etterfølgende opptreden.

Den 13. mars 2002 trakk både CSFB og Riverstone intensjonen tilbake ved en felles e-mail til Pareto. Pareto har opplyst at de den 5. desember 2001 oppfattet de nevnte intensjonserklæringer som bindende for CSFB og Riverstone. CSFB og Riverstone har imidlertid vist til at Pareto også den 5. desember ba om en klarere ordlyd i erklæringene. Aksjonærene har ikke i ettertid hevdet at det foreligger avtalebrudd fra CSFB og Riverstones side, ved at de har gått fra sine "intensjoner" om utløsning av øvrige aksjonærer. Børsen har imidlertid ikke vurdert den avtalerettslige side av de avgitte erklæringer og anser dette å være utenfor børsens myndighetsområde."

Etter børsstyrets oppfatning synes det lite sannsynlig at CSFB og Riverstone hver for seg og på samme tid, uten at de har samarbeidet om det, har kommet til den konklusjon at de respektive intensjonserklæringer skulle trekkes tilbake. Det vises til at intensjonene også er trukket tilbake ved felles e-mail fra CSFB og Riverstone til Pareto. Således foreligger etter børsstyrets oppfatning en form for samarbeide mellom partene i denne forbindelse. Spørsmålet er om dette er tilstrekkelig til å konsolidere partene i forhold til tilbudspliktbestemelsen. Børsstyret uttaler om dette:

"Børsen er i tvil om dette samarbeide er tilstrekkelig til å konstatere at det foreligger et forpliktende samarbeid "når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument", jf vphl § 1-4 nr. 5. På den ene side synes det klart at CSFB og Riverstone på et plan må ha samarbeidet i de forhandlingene

de førte med småaksjonærene. Tilsvarende må de ha samarbeidet i relasjon til tilbaketrekingen av de respektive intensjoner. Børsen er imidlertid i tvil om dette samarbeidet må ses som et rent formelt samarbeid og utarbeidelse av den tekst som skulle formidles eller om samarbeidet strekker seg lengre. I henhold til forarbeidene (se punkt 4.3 ovenfor) vil samarbeide i et enkeltstående tilfelle ofte ikke rammes. Videre tillegges forarbeidene vekt om formålet med samarbeide er å oppnå kontroll over selskapet. I denne forbindelse synes samarbeide å være foranlediget av CSFB og Riverstones ønske om å gjennomføre kjøpet av Seillean og unngå kontraktsbrudd med Transocean. Økt kontroll synes ikke nødvendigvis å være partenes hensikt, selv om det ble resultatet.”

I oppsummeringen av drøftelsen om det foreligger forpliktende samarbeide legger børsstyret til grunn at de to aksjonærene har opptrådt parallelt. Dette kan være en indikasjon på samarbeide, men det kan like gjerne være et utslag av at de etter FDRs initiativ har gjort parallelle investeringer. Aksjonæravtalen etablerer plikter og rettigheter som indikerer samarbeide, selv om den ikke direkte gjelder dette. Den kan ifølge børsstyret like gjerne dekke et behov for å balansere ut hverandres innflytelse som å være en sanksjon av en samarbeidsavtale. I forhold til formålet med tilbudspliktreglene er det neppe betalt noen kontrollpremie av de to aksjonærene. Selv om flere momenter kan tilsi at det foreligger et forpliktende samarbeide legger børsstyret, ifølge vedtaket under atskillig tvil, til grunn at partenes handlinger vel så gjerne er utslag av andre omstendigheter enn slikt forpliktende samarbeide.

Under henvisning til at børsen har bevisbyrden for at det foreligger et samarbeide som medfører at CSFB og Riverstone må konsolideres i forhold til tilbudsplikten i vphl § 4-1, og på bakgrunn av den foreliggende tvil, finner børsstyret det ikke tilstrekkelig sannsynlig at det foreligger et samarbeide som rammes av vphl § 1-4 nr. 5. Styret finner derfor ikke å kunne pålegge CSFB og Riverstone tilbudsplikt jf vphl § 4-5 annet ledd.

Børsstyret oppsummerer til slutt slik:

” Børsen vil avslutningsvis påpeke at et faktisk samarbeid mellom en eller flere aksjonærer i enkeltsaker eller flere saken i noen grad vil måtte aksepteres. Dersom man skal konkludere med at det foreligger et forpliktende samarbeid må omstendighetene, partenes handlinger osv være egnet til å sannsynliggjøre at det foreligger et samarbeide av forpliktende art, mht utøvelse av aksjonærrettigheter. Det er klart at tiden og antall saker som kan underbygge et samarbeid, vil kunne klargjøre at et forpliktende samarbeid foreligger. Vurderingen av et slikt uformelt samarbeid vil aldri være enkelt. Børsen har også i denne saken påpekt at det foreligger omstendigheter som kan tilsi at det foreligger et samarbeide. Særlig er dette relatert til CSFB og Riverstones identiske tilbud til de øvrige aksjonærer og den felles tilbaketreking av det samme tilbud. Børsen fastholder imidlertid sin konklusjon om at de foreliggende omstendigheter ikke tilstrekkelig sannsynliggjør at det foreligger et forpliktende samarbeid som rammes av vphl § 1-4 nr 5. Børsen viser til den vurdering som fremgår av punkt 6.5 i Vedtaket.”

Klager har anført at børsstyret i vedtaket av 25. september 2002 ikke har foretatt en helhetsvurdering, men kun vurdert de enkelte elementer anført som indikasjoner på forpliktende samarbeide hver for seg. Dette bestrides av børsstyret som viser til vedtaket. For det tilfelle at vedtakets formulering er egnet til å så tvil om det er foretatt en slik helhetsvurdering, presiserer børsstyret ved behandling av klagen at det ved behandlingen i saken 25. september 2002 faktisk ble foretatt en helhetsvurdering hvor alle de omstendigheter som er omhandlet er vurdert samlet.

## 6. Børsklagenemndens bemerkninger

Det skal innledningsvis nevnes at alle medlemmene av Børsklagenemnden har fått oversendt mappen med den korrespondanse som foreligger i saken forut for børsstyrets vedtak av 25. september 2002. Også denne dokumentasjon er således en del av grunnlaget for Børsklagenemndens vurderinger.

### 6.1 Saksbehandlingsfeil

Børsklagenemnden finner ikke grunn til å gå inn på klagerens anførsel om at det foreligger saksbehandlingsfeil ved at børsen ikke innhentet opplysninger fra de personer som var involvert i kjøpet av FPSO Seillean. Dette forhold er nå under enhver omstendighet rettet opp ved at det er innhentet skriftlige redegjørelser fra de involverte parter. Disse redegjørelser bygger opp under det faktum børsstyret har basert sitt vedtak på, nemlig at kjøpet er foretatt etter et enstemmig styrevedtak hvor det må legges til grunn at styremedlemmene hver for seg har hatt selskapets og aksjonærenes beste for øyet.

### 6.2 Betydningen av CSFB/Riverstones konverteringsrett for de konvertible lånene.

Klagen kan etter Børsklagenemndens mening ikke oppfattes dithen at klageren hevder at de konvertible lån skal regnes med i investorenes eierandeler i FDR, jf vphl § 4-1 fjerde ledd. For ordens skyld bemerkes allikevel at Børsklagenemnden er enig i børsstyrets vurdering av dette spørsmål. Lånene er gitt på vilkår som må anses å være markedsmessige og innebærer ikke et reelt erverv av aksjer. Det vises for så vidt til børsstyrets vedtak av 25. september punkt 4 (side 3 og 4) som Børsklagenemnden slutter seg til.

De konvertible lån gjenstår kun som et moment i den helhetsvurdering som skal foretas i relasjon til vphl § 4-5 jf § 1-4 nr. 5.

### 6.3 Spørsmålet om det foreligger grunnlag for konsolidering.

Det rettslige utgangspunkt er vphl § 4-5 jf § 1-4 nr. 5, om det foreligger et forpliktende samarbeid mellom CSFB og Riverstone når det gjelder bruk av rettighetene som aksjonærer i FDR.

Børsens generelle tolkning bygger på lovens ordlyd og forarbeidene til verdipapirhandelloven. I NOU 1996:2 uttales følgende i tilknytning til tilbudsplikten på s. 114-115:

“Som nevnt har Børsklagenemnden lagt til grunn at det i realiteten kreves en stilltiende avtale mellom partene for at det skal kunne sies at de opptrer i forståelse med hverandre. Forståelsen etter avtalen bør dessuten omfatte en koordinert opptreden med et felles mål med sikte på en tilstrekkelig kontroll over selskapet.

Utvalget legger til grunn at et samarbeid kun med sikte på selve ervervet, ikke bør kunne medføre konsolidering. Det vises for øvrig til at spørsmålet om utløsning av tilbudsplikt vil kunne variere på bakgrunn av den praktiske gjennomføringen av et koordinert aksjekjøp.

(...)

Etter utvalgets syn ville det være fordel med en ytterligere presisering av at ikke enhver samordnet bruk av aksjonærrettigheter vil gi grunnlag for konsolidering. For eksempel samordnet opptreden i en generalforsamling med sikte på f.eks. skifte av styret, bør ikke i seg selv begrunne konsolidering etter tilbudspliktreglene. En blott og bar felles opptreden vil også falle utenfor ordlyden. Det er mer langsiktige former for samarbeid, som innebærer kontroll over

selskapet, som bør begrunne konsolidering. På den annen side kan også et kortsiktig samarbeid med sikte på f.eks. salg av deler av selskapets virksomhet mv., etter omstendighetene være tilstrekkelig til at hensynene bak tilbudspliktreglene gjør seg gjeldende. Etter utvalgets syn bør det som en retningslinje legges til grunn at samarbeid i en enkelt sak i seg selv ikke være nok, med mindre den konkrete saken indikerer at de aktuelle aksjonærene reelt sett har et bredere samarbeid.

Etter utvalgets syn er det ikke mulig å foreta en nærmere spesifisering i loven av hvilket samarbeid som vil kunne utløse tilbudsplikt. Dette må avgjøres konkret ut fra forholdene i det enkelte tilfellet. Utvalget foreslår derfor at det i loven benyttes tilsvarende formulering som i finansieringsvirksomhetsloven § 2-6, dvs. at konsolidering skal foretas i forhold til noen det må antas aksjonæren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær. Det legges til grunn at det i samsvar med børsens praksis skal kreves en stilltende avtale mellom partene for at disse skal anses å ha et forpliktende samarbeid. Utvalget påpeker forøvrig at det ikke vil være noen forutsetning at det skal foreligge sanksjoner eller sanksjonsadgang for at man skal kunne anse samarbeidet for «forpliktende».

Drøftelsen ovenfor omfatter utvalgets vurdering av temaet for når konsolidering skal foretas. I praksis vil det reises spørsmål om hvilke beviskrav som skal stilles ved konsolidering etter bestemmelsen om forpliktende samarbeid. Utvalget viser i denne sammenheng til at det vil være vedtaksmyndigheten som har bevisbyrden for at vilkårene for konsolidering foreligger. Det må dermed foreligge objektive omstendigheter som tilsier at det foreligger et samarbeid som er tilstrekkelig forpliktende til at konsolidering skal foretas." (Våre understrekninger)

Departementet sluttet seg til utvalgets presiseringer i Ot. prp. nr. 29 (1996-97) om verdipapirhandel i punkt 9.2.6. I Innst. O. nr. 83 (1996-97) om verdipapirhandel punkt 9.2.6 har finanskomiteen sluttet seg til departementets syn uten kommentarer.

Av praksis viser forarbeidene særlig til Børsklagenemndens sak 2/92, Skaugen saken. Av praksis vil også konsolidering av eierandeler etter lov av 10. juni 1988 nr 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner ("finansieringsvirksomhetsloven") § 2-6 første ledd d), med tilsvarende ordlyd som vphl § 1-4 nr. 5 ha betydning. I forhold til denne bestemmelsen kan nevnes Finansdepartementets konsolidering av aksjonærer i Forenede Gruppen A/S i 1990 hvor en rekke aksjonærer ble konsolidert med Kinnevik AB. Grunnlaget for konsolideringen var særlig at Kinnevik hadde finansiert eller påtatt seg økonomisk risiko og forpliktelser av betydelig omfang knyttet til andre aksjonærer.

Finansdepartementet kom i 1997 også til at Aker RGI ASA skulle konsolideres med Kjell Inge Røkke og hans heleide selskapet for så vidt gjaldt eierandeler i Storebrand ASA. Det ble da lagt vekt på hans eierandeler, formell og reell innflytelse og parallelle investeringer i Storebrand. I motsatt retning ble Nordstjernen Holding ASA i 2000 ikke konsolidert med Orkla ASA for så vidt gjaldt aksjer i Storebrand ASA til tross for betydelig innflytelse. Dette gjaldt både i forhold til finansieringsvirksomhetsloven og flaggeplikten i vphl. Tradisjonelt har heller ikke pensjonskasser vært konsolidert med selskap de er tilknyttet. Dette er riktignok foreslått endret i NOU 1998:14 Finansforetak.

CSFB og Riverstone eide fra først av hver 25 % av FDR. De er to separate investeringsfond og har intet eiermessig fellesskap eller annen forbindelse. Selskapene har videre opplyst at de har forskjellig investeringsfilosofi. Deres opprinnelige investering i FDR skjedde etter enkeltvis henvendelse til hvert av fondene. Når to investeringsfond investerer samtidig i samme selskap, er det naturlig at de inngår likelydende avtaler slik som med FDR den 2. juli 2001 og i forbindelse med tegning av ytterlige konvertible lån på USD 10 mill i oktober 2001, likeså at de i den forbindelse lot seg representere av samme advokat i Norge. I USA hadde de etter det opplyste hver sin advokatforbindelse.

Det ble inngått en skriftlig aksjonæravtale mellom CSFB og Riverstone ved den initielle investeringen. Denne avtalen har tidligere vært vurdert av børsen og ble ansett for ikke å medføre konsolidering. Partene synes å være enige om at det må være riktig. Senere inntrufne omstendigheter kan imidlertid sette saken i et annet lys.

Børsklagenemnden legger til grunn at det ikke foreligger noen annen skriftlig avtale mellom de to fond enn den nevnte aksjonæravtale som ble vurdert av børsen i juni 2001. Spørsmålet er om det foreligger indikasjoner på muntlig eller stilltiende overenskomst mellom CSFB og Riverstone om felles opptreden med sikte på kontroll i FDR. Det er særlig kjøpet av Seillean og kapitalutvidelsen i den forbindelse som klageren mener er en maktutøvelse fra de to største aksjonærenes side, og en klar indikasjon på at de ønsket seg kontroll over selskapet på en måte som har ført til at minoritetsaksjonærene nå sitter innelåst i selskapet. Det må etter klagerens oppfatning nettopp være en slik situasjon reglene om tilbudsplikt er ment å avhjelpe.

De to hovedaksjonærene hadde hver utpekt to styrerepresentanter, til sammen fire av de i alt åtte styremedlemmer i FDR. Daværende styreformann, Gudmund Rønningen, var ikke blant disse. Hovedaksjonærene hadde således ikke noe flertall i FDRs styre. Beslutningen om kjøp av Seillean og den kapitalutvidelse dette kjøpet nødvendiggjorde, ble enstemmig vedtatt i styret etter anbefaling fra administrasjonen.

Det er ikke noe i saken som tyder på at initiativet til kjøpet kom fra CSFB/Riverstone. Muligheten for at skipet kom opp for salg synes å være nevnt av Bassøe Offshore på et to dagers styremøte i FDR som ble holdt 6. og 7. september 2001. Saken ble deretter fulgt opp av administrasjonen. Dette kjøpet ville innebære en utvidelse av selskapets virksomhetsområde fra konvensjonelle boreskip til også å omfatte flytende produksjon, men dette lå innenfor det som var omhandlet i forretningsplanen for 2001 – 2003 som styret hadde samlet seg om i slutten av mai 2001. De to nye hovedaksjonærer sluttet seg til forretningsplanen ved sin inntreden i selskapet. Kjøpet ville dessuten innebære behov for betydelig kapital, da det var snakk om en kjøpesum på USD 100 mill.

Styret behandlet saken på i alt 6 styremøter i perioden fra oktober til og med endelig vedtak den 20. november. Samtlige styremedlemmer har således vært involvert over en lengre periode. Ifølge forklaringen fra et av de norske styremedlemmer, Nils Aardal, stilte styremedlemmene utpekt av Riverstone minst like mange spørsmål/kommentarer til investeringen i løpet av prosessen som de øvrige styremedlemmer. At det har vært trukket mer på enkelte styremedlemmer - og da særlig CSFB's representant Steven A. Webster - enn på andre i en slik sammenheng, har sin naturlige forklaring i hans tidligere befatning med skipet, og kan ikke sees å være noe moment som sannsynliggjør samarbeidsavtale mellom hovedaksjonærene.

Det er ikke indikasjoner på annet enn at hvert styremedlem tok det standpunkt de selv mente ville tjene selskapet og aksjonærfellesskapet best. Det er ingen opplysninger i saken som tyder på at styremedlemmene ble presset av selskapets hovedaksjonærer. Børsklagenemnden legger til grunn at et samlet styre fant investeringen ønskelig, og videre at hele styret var av den oppfatning at investeringen måtte finansieres dels ved banklån og dels ved kapitalforhøyelse.

Ifølge daværende styreformann ble det lagt opp til en offentlig emisjon hvor det var åpent for alle aksjonærer og interessenter å tegne aksjer. Det må være aksjonærenes eget valg at de ikke var enig i styrets beslutning og derfor avsto fra å tegne. Interessen i markedet viste seg liten, slik at så godt som hele emisjonsbeløpet måtte tegnes av CSFB og Riverstone for at finansieringen for kjøp av fartøyet skulle komme på plass. De kom dermed begge opp i en aksjeandel på 39,9 %. Det er intet i denne prosessen som etter Børsklagenemndens oppfatning sannsynliggjør at den er iverksatt av CSFB og Riverstone for å skaffe dem kontroll over selskapet. Snarere tvert imot er det opplyst at de dermed fikk en større eierandel enn det som var planlagt og ønskelig ved deres inntreden i selskapet.



Det neste spørsmål er om den felles opptreden i forbindelse med intensjonserklæringen om å kjøpe ut de øvrige aksjonærer og den senere tilbaketreking av tilbudet, fører til at det må sies å foreligge et forpliktende samarbeide i vphl § 1-4 nr. 5's forstand. Som det fremgår av forarbeidene er det de mer langsiktige former for samarbeid, som innebærer kontroll over selskapet som bør begrunne konsolidering, selv om også enkeltstående opptreden som fører til samme mål, kan rammes.

Børsklagenemnden ser det slik at det her har vært samarbeide mellom de to største aksjonærene om en enkelt sak, i kjølvannet av et enstemmig styrevedtak om å inngå kontrakt om kjøp av produksjonsskipet Seillean. Da det viste seg problematisk å få den forutsatte kapitalutvidelse vedtatt, samarbeidet de to om en intensjonserklæring om utkjøp av de andre aksjonærene, og fikk dermed gjennomført kapitalutvidelsen på generalforsamlingen den 5. desember. At de senere i felles e-mail til Pareto ga beskjed om at det ikke ville bli fremsatt tilbud om kjøp under henvisning til endrede forhold, er et avtalerettslig spørsmål som ligger utenfor hva som skal vurderes i denne saken. Denne felles opptreden henger sammen med ønsket om å få gjennomført den kjøpsavtale styret hadde forpliktet seg til og kan ikke sees å ha hatt som siktemål å skaffe kontroll over selskapet.

Børsklagenemnden finner ikke grunnlag for å legge vekt på den fremlagte artikkel fra Trade Wings. Videre finnes det ikke noe spesielt påfallende ved at det ikke kan påvises situasjoner hvor CSFB og Riverstone har opptrådt på forskjellig vis overfor de øvrige aksjonærer. Det er ikke de negative, men de positive utslag av avtalt opptreden med sikte på kontroll, som skal sannsynliggjøres. Deres konvertible lån, som dels er en konsekvens av problemene med å skaffe egenkapital, kan heller ikke få betydning i forhold til en mulig avtalt samordnet utøvelse av eierrettigheter. Helhetsbildet er at hovedaksjonærene har trådt til når det har vist seg vanskelig på annen måte å få finansiert den retning for virksomheten i FDR som et samlet styre og administrasjon har ment var riktig.

Børsklagenemnden finner det - ut fra et totalbilde av saken - ikke sannsynliggjort at CSFB og Riverstones opptreden har vært ledd i en strategi for å skaffe dem kontroll over selskapet. Klager anser den situasjon som har oppstått på aksjonærsiden som lite ønskelig, men det kan ikke i seg selv føre til konsolidering. Børsklagenemnden er derfor enig i børsstyrets konklusjon om at det her ikke foreligger grunnlag for konsolidering og tilbudsplikt. Avgjørelsen er enstemmig.

## 7. Børsklagenemndens vedtak

Børsstyrets vedtak av 25. september 2002 om ikke å konsolidere CSFB og Riverstone i forhold til tilbudsplikten pga forpliktende samarbeid, jf vphl § 4-5 jf § 1-4 nr. 5 jf § 4-1, stadfestes.

Oslo, den 18. desember 2002

Bjørg Ven

Anne Cathrine Høeg Rasmussen

John Giverholt

Hugo Matre

Trygve Bergsåker

#### **6.4.2 Spørsmål om konsolidering av Nordstjernen Holding AS og Orkla ASA i relasjon til eierposisjon i Elkem og tilbudsplikten i verdipapirhandelloven**

Offentlig protokollutskrift fra styremøte i Oslo Børs ASA avholdt 18. desember 2002 (sladdet)

Vedtaket er påklaget av Orkla ASA

##### 1. Innledning

Saken gjelder spørsmålet om konsolidering av Nordstjernen Holding AS ("Nordstjernen") og Orkla ASAs ("Orkla") eierandeler i Elkem ASA ("Elkem") med hensyn til tilbudsplikten jf verdipapirhandelloven (vphl) § 4-5 jf § 4-1. Spørsmålet er om det er grunnlag for å konsolidere Nordstjernen og Orkla pga "forpliktende samarbeid" jf vphl § 1-4 nr. 5.

I slutten av september 2002 passerte Orkla med datterselskaper og Nordstjernen totalt 40 prosent av aksjekapitalen i Elkem. Den 11. oktober 2002 solgte imidlertid Orkla en post på 1,5 millioner aksjer til Folketrygdfondet med den følge at Orkla og Nordstjernen totalt kom under 40 prosent av aksjekapitalen.

Den 8. november gjorde Oslo Børs en vurdering av hvorvidt det var grunnlag for konsolidering av Orkla og hhv Folketrygdfondet, Den norske Bank ("DnB") og Storebrand ASA, pga forpliktende samarbeid jf vphl § 1-4 nr. 5 jf vphl § 4-5 jf vphl § 4-1. Børsen konkluderte at det ikke var grunnlag for konsolidering av disse eierandeler. Børsen vurderte imidlertid ikke på det tidspunkt om det var grunnlag for å konsolidere Orkla og Nordstjernen da disse selskaper totalt ikke hadde passert tilbudspliktgrensen på 40 prosent.

Orkla har siden solgt av aksjer til Folketrygdfondet den 11. oktober 2002, gradvis kjøpt seg opp i Elkem og den 5. desember 2002 kjøpte Orkla en post på 15.100 aksjer og eide deretter totalt 19.436.602 aksjer av de totalt 49.280.000 aksjene i Elkem. Den 23. oktober 2002 solgte Nordstjernen halvparten av sin aksjepost og eide etter det 275.500 aksjer i Elkem. Per 5. desember 2002 eier derfor Orkla og Nordstjernen i fellesskap 40 prosent av aksjene i Elkem og har passert tilbudspliktgrensen i vphl § 4-1.

I 1999 vurderte børsen spørsmålet om konsolidering av Orkla og Nordstjernen i forhold til flaggeplikten i vphl § 3-2. Basert på den informasjon Oslo Børs den gangen hadde, fant ikke børsen grunnlag for å konkludere at det forelå et forpliktende samarbeid mellom Orkla og Nordstjernen i 1999. Børsen viste til at saken kunne gjenopptas dersom nye opplysninger tilsa dette. Videre vurderte Finansdepartementet høsten 2000 spørsmålet om konsolidering i forhold til finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 for de samme parter, etter Kredittilsynets tilråding datert 22. oktober 1999. Kredittilsynet konkluderte under tvil at det ikke var grunnlag for konsolidering av Orkla og Nordstjernen pga forpliktende samarbeid). Finansdepartementets konklusjon var i overensstemmelse med Kredittilsynets tilråding. Disse vurderinger vil være av betydning for den vurdering som skal foretas av børsen i dette tilfellet.

##### 2. Saksbehandlingen

Oslo Børs avholdt møte med Anders Berggren og advokat Jan Fredrik Wilhelmsen den 8. oktober 2002. I møtet ble de faktiske forhold rundt Nordstjernen og selskapets investeringer gjennomgått. Oslo Børs mottok i møtet en rekke dokumenter relatert til Nordstjernens investeringer i Elkem, samt generell selskapsinformasjon.

Børsen har videre innhentet dokumentasjon fra Kredittilsynets saksbehandling av spørsmålet om konsolidering av Orkla og Nordstjernen i relasjon til finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 i 1999.

Den 15. oktober 2002 ble børsens foreløpige varsel om behandling av konsolideringsspørsmålet oversendt Orkla og Nordstjernen for uttalelse. Varselet inneholdt børsens beskrivelse av faktum, samt påpekning av hvilke forhold som kan tilsi at spørsmålet vurderes annerledes enn i 1999. Både Nordstjernen og Orkla besvarte dette den 18. oktober 2002.

Børsen mottok også den 25. oktober 2002 referat fra styremøte i Nordstjernen den 21. oktober 2002, samt protokollat fra styrebeslutning 30. september 2002.

Børsen har på oppfordring fått diverse informasjon fra Elkem.

Den 13. november 2002 mottok børsen brev fra Orkla vedrørende børsens vurdering av 8. november 2002. Børsen besvarte dette i brev henholdsvis den 15. og 20 november 2002.

Den 4. desember 2002 hadde børsen et møte med konsernsjef i Orkla Finn Jebsen, investeringssjef Anders Berggren og juridisk direktør Karl Otto Tveter.

Den 10. desember 2002 oversendte børsen varsel om enkeltvedtak, med en kort frist for uttalelse jf tidligere varsel datert 15. oktober 2002. Både Orkla og Nordstjernen besvarte varselet ved separate brev datert 12. desember 2002.

### 3. Faktum

#### 3.1 Selskapsforhold i Nordstjernen

Nordstjernen ble stiftet 7. august 1996. Selskapets vedtektsfestede formål er *"å drive en allsidig investeringsvirksomhet, herunder blant annet kjøp og salg av aksjer og deltakelse i finansielle konsortier. Selskapet kan helt eller delvis eie andre foretak."*

Per i dag eies aksjene i Nordstjernen av Orkla gjennom datterselskapet Scan TV med 35 prosent, Skandia med 35 prosent, Elkem med 20 prosent og DnB med 10 prosent. DnB har vært eier siden 2001, gjennom kjøp av 5 % av aksjene i selskapet fra hhv Orkla og Skandia.

Nordstjernens aksjekapital er per 2. september 2002 NOK 112.500.000. Selskapet har opplyst at markedsverdien av selskapets aksjer og kontanter er på ca NOK 800 mill.

I forhold til situasjonen i 1999 er selskapets styre fra våren 2002 utvidet fra 5 til 6 medlemmer. Av disse er 2 utpekt av hver av Orkla og Skandia mens Elkem og DnB har utpekt 1 styremedlem hver. Følgende personer sitter i Nordstjernens styre og er utpekt av følgende selskap:

Styremedlemmer	Utpekt av
Ole Enger (styreleder)	Elkem
Finn Marum Jebsen	Orkla
Halvor Stenstadvold	Orkla
Jens Paludan Heyerdahl	DnB
Ulf Georg Spång	Skandia
Lars-Erik Gustav Petersson	Skandia

Ved DnBs kjøp av aksjer i Nordstjernen ble det inngått ny aksjonæravtale mellom selskapets aksjonærer. Aksjonæravtalen er opplyst å svare til tidligere aksjonæravtale med unntak av justeringer basert på endrede eierforhold. Aksjonæravtalen er datert 4. april 2001 og av avtalens innhold vises det til følgende:

*"3. Orkla organiserer og etablerer forretningsførsel for selskapet, men selskapet kan til enhver tid si opp slik avtale med tre måneders varsel.*

*4. Partene er enige om at selskapet skal bedrive langsiktig investeringsvirksomhet, men hoveddelen av investeringsporteføljen skal likevel holdes i svært likvide plasseringer.*

*(...)*

*7. (...) Styret er beslutningsdyktig bare hvis hver av partene har minst én representant til stede på styremøtet, eller har gitt fullmakt til å stemme for seg.*

*Det kreves at minst én representant fra hver av eierne gir sin tilslutning, hvis Nordstjernen Invest AS skal investere mer enn NOK 100.000.000 i ett enkelt selskap."*

Daglig leder i Nordstjernen er Anders Berggren.

### 3.2 Kryssende eierskap, organisasjon og interesser mellom Orkla, Nordstjernen og Elkem

Det foreligger kryssende eierskap, organisasjon og interesser mellom Nordstjernen, Orkla og Elkem. Som nevnt eier Orkla 35 prosent av Nordstjernen, mens Elkem eier 20 prosent. Orkla eier per 9. desember 2002 ca 39,45 prosent av aksjene i Elkem, mens Elkem eier en liten post på ca 0,2 prosent av aksjene i Orkla. Orkla er, etter Alcoa, den nest største aksjonæren i Elkem. Som nevnt eier Nordstjernen ca 0,55 prosent av aksjene i Elkem. Nordstjernen eier også en mindre post i Orkla.

Av interesse er det også at DnB som eier 10 prosent av aksjene i Nordstjernen og samtidig en mindre post (under 1 prosent) av aksjene i Elkem. Nordstjernen på sin side eier en mindre post i DnB 0,2 prosent, som imidlertid er Nordstjernens nest største investering (se punkt 3.6 nedenfor). DnB eier også 1,8 prosent av aksjene i Orkla og er gjennom konsernsjef, Svein Aaser også representert i Orklas bedriftsforsamling.

Når det gjelder organisasjonsforhold viser børsen til at styremedlem i Nordstjernen Finn Jebsen er konsernsjef i Orkla og styreformann i Elkem. Styreformann i Nordstjernen, Ole Enger er konsernsjef i Elkem. Styremedlem Jens P. Heyerdahl var tidligere medlem av Nordstjernens styre utpekt av Orkla, men sitter i dag i styret utpekt av DnB. Heyerdahl var inntil 1. juli 2001 konsernsjef i Orkla, et foretak han har ledet gjennom 21 år. Orkla har under Heyerdahls ledelse utviklet seg fra å være et foretak av begrenset størrelse og virksomhet til å bli et av de største børsnoterte selskaper i Norge med omfattende virksomhet i inn- og utland, innen hovedområdene merkevarer, kjemi og finansielle investeringer. I tillegg til at Heyerdahl pga sin bakgrunn har sterke bånd til Orkla har han fremdeles kontor på samme sted som konsernledelsen, har oppgaver knyttet til organisasjonsutvikling og bedriftskulturarbeid og mottar lønn fra Orkla. Han er imidlertid i følge Orkla ikke ansatt i selskapet, og er ikke rådgiver i forretningsmessige spørsmål. På bakgrunn av de mottatte opplysninger legger Oslo Børs til grunn at Jens P. Heyerdahl formelt er DnBs representant i Nordstjernens styre og at han utøver sin stemmegivning i tråd med DnBs interesser.

Ansvarlig for Nordstjernens investeringer er daglig leder i Nordstjernen, Anders Berggren. Han er også investeringssjef i Orkla og er den som har ansvar for Orklas kjøp

og salg av aksjer i Elkem. Videre er Orkla i henhold til aksjonæravtalen ansvarlig for organiseringen av Nordstjernens forretningsførsel.

### 3.3 Alcoas investering i Elkem

Alcoa har i lengre tid kjøpt seg opp i Elkem og eier per 9. desember 2002 46,62 prosent av aksjene i selskapet.

Alcoa passerte den 9. januar 2002 40 prosent av aksjekapitalen i Elkem og fremsatte den 21. januar 2002 iht. vphl § 4-1 et pliktig tilbud til samtlige aksjonærer i Elkem. Kursen i det pliktige tilbudet var på NOK 155 per aksje. Som resultat av det pliktige tilbudet mottok Alcoa 60.067 aksjer i Elkem hvilket utgjorde 0,12 prosent av den totale aksjekapital.

I forbindelse med Alcoas pliktige tilbud ga styret i Elkem den 31. januar 2002 en anbefaling til aksjonærene iht vphl § 4-16 om å avslå tilbudet. Elkems styre begrunnet sin anbefaling med at Alcoas betydelige eierposisjon kunne reise problemer i forhold til de øvrige aksjonærenes verdiutvikling. Det ble vist til at Alcoa ikke har tatt kontakt med Elkems styre for å redegjøre for sine intensjoner. Styret anså imidlertid Alcoas intensjon å være å posisjonere seg for å kunne overta hele Elkem til en lav pris. Enskilda Securities ("Enskilda") hadde i sin "fairness opinion" kommet til at et rimelig prisleie for Elkemaksjen i en oppkjøpssituasjon ville vært NOK 200-220 per aksje. Styret mente således at Alcoas pris på NOK 155 var altfor lav.

Den 27. september kjøpte Alcoa etter det opplyste en større aksjepost i Elkem, som ga selskapet en eierandel på 46,3 prosent.

Den 2. oktober 2002 fremsatte Alcoa et frivillig tilbud om kjøp inntil 3.500.000 aksjer (ca 7 prosent av den totale aksjekapital) for NOK 175. Dersom Alcoa oppnådde full tilslutning om tilbudet ville Alcoa passere 50 prosent av aksjekapitalen i Elkem og dermed få bestemmende innflytelse i Elkems generalforsamling. I henhold til tilbudet ble aksjonærer med mindre enn 1000 aksjer prioritert først. Deretter ville kjøpene prioriteres etter når akseptblanketten ble mottatt av tilrettelegger. Alcoa kjøpte 113.209 aksjer under det frivillige tilbudet og eide etter det 46,5 prosent av aksjene i Elkem.

Elkems styre anbefalte i sin uttalelse den 4. oktober aksjonærene å ikke akseptere budet. Uttalelsen viste til den "fairness opinion" som ble innhentet i januar 2002 der Enskilda Securities anga kr 200-220 pr aksje som et rimelig prisleie i en oppkjøpssituasjon. I forhold til verdivurderingen påpekte styret også at konkurranserettslige hensyn kunne medføre begrensninger i utviklingsmulighetene for den svenske aluminiumsprodusenten Sapa hvor Elkem er majoritetseier, fordi et kontrollskifte i Elkem vil kunne medføre at Alcoas og Sapas markedsandeler innenfor en del av aluminiumsmarkedet ble for stort. Styret var videre prinsipielt negativ til den forskjellsbehandling som lå i begrensningen på ca 7 prosent av aksjene, og at tilbudet var fremmet uten forutgående kontakt med styret og på tvers av styrets ønsker.

Alcoa har søkt, men tidligere ikke oppnådd styrerepresentasjon i Elkem. Styret i Elkem velges av bedriftsforsamlingen, som igjen velges av generalforsamlingen. Bedriftsforsamlingen består av 15 medlemmer hvorav en er valgt etter forslag fra Orkla, en fra Folketrygdforbundet, en fra DnB, en fra Storebrand, en fra Alcoa, mens fem medlemmer er uten formell tilknytning til noen aksjonær. I tillegg er det fem medlemmer valgt av de ansatte. Bedriftsforsamlingen ledes av Jens P. Heyerdahl. Orkla har opplyst at Heyerdahl ble gjenvalgt til Elkems bedriftsforsamling etter at han var gått av som konsernsjef i Orkla og at valget var ønsket av Elkems ansatte samt Elkems øvrige aksjonærer på generalforsamlingen. Orkla motsatte seg ikke valget, da de øvrige aksjonærer ønsket at Heyerdahl skulle fortsette. Det ble gjort klart på generalforsamlingen at Heyerdahl ikke representerer Orkla i Elkems bedriftsforsamling.

Det er opplyst at Heyerdahl også, i kraft av sin person og ikke som følge av Orklas eierskap, har andre tillitsverv i selskaper hvor Orkla eier aksjer

Alcoa og dets representant i bedriftsforsamlingen har ved to anledninger, i bedriftsforsamling høsten 2000 og i generalforsamlingen våren 2001, foreslått at en representant utpekt av Alcoa velges til selskapets styre. I begge tilfeller fikk forslaget ikke tilslutning fra noen av de andre medlemmer i bedriftsforsamlingen. Orkla har opplyst at de stemte mot forslagene fordi de mente Elkem ikke ville være tjent med at Alcoa som partner og konkurrent satt i selskapet styre. I tillegg ville styreplass for Alcoa kunne medføre at Elkem og Alcoa ville ses i sammenheng når selskapets konkurransemessige posisjon skulle vurderes.

### 3.4 Orklas investering i Elkem

Orkla har i flere år eiet aksjer i Elkem. Etter at Saga Petroleum, som sammen med Orkla eide en vesentlig del av selskapet for noen år tilbake solgte seg ut av Elkem, har Orkla gradvis kjøpt seg opp.

Orklas styre ga den 20. september 2001 administrasjonen fullmakt til å kjøpe inntil 33,33 prosent av aksjene i Elkem. Den 13. februar 2002 behandlet styret i Orkla spørsmålet om utvidelse av denne fullmakten. Fullmakten ble da utvidet til kjøp av inntil 39,99 prosent. Børsen har i den forbindelse mottatt protokoll fra styremøte, en vurdering av investeringsjef Anders Berggren datert 6. februar 2002 samt et notat til konsernsjef Finn Jebesen og konserndirektør Halvor Stenstadvold fra juridisk direktør Karl Otto Tvetter datert 11. februar 2002.

Fra styreprotokollen den 13. februar 2002 vises til følgende:

XXX

I sin redegjørelse til styret viste Berggren i skriv datert 6. februar til Alcoas tilbud og styret i Elkems anbefaling om å avslå tilbudet. Det vises også til den vurderingen av verdien på Elkems aksjer som er gjort av Enskilda Securities etter oppdrag fra Elkem. I sin vurdering sier Berggren videre:

XXX

I det nevnte notatet fra Orklas juridiske direktør til styret redegjøres det generelt for den juridiske vurderingen av hva som er et forpliktende samarbeid i henhold til verdipapirhandellovens regler.

I børsmelding datert 28. februar 2002 offentliggjorde Elkem at selskapet hadde solgt sin post av egne aksjer. Orkla kjøpte en stor del av denne posten. I henhold til børsmelding datert 28. februar 2002 økte Orkla sin eierandel i Elkem til 38,5 prosent denne dagen.

Orklas kjøp og salg av aksjer i Elkem i 2002 er meldt i børsmelding fordi selskapet er meldepliktig iht vphl § 3-1 fordi Finn Jebesen er styremedlem (leder) i Elkem pga Orklas eierskap i selskapet:

Dato	Antall	Kurs	Prosentvis eierandel
18.02.02	854.207	179,58	33,9
19.02.02	297.000	179,75	34,5
20.02.02	122.550	180	34,8
21.02.02	110.900	180	35
28.02.02	1.751.520	180	38,5

27.09.02	554.427	175	39,7
11.10.02	- 1.500.000 <sup>1</sup>		
14.10.02	85.902	180	36,8
14.10.02	211.760	180	37,2
16.10.02	32.970	180	37,65
17.10.02	1.100	179	37,65
18.10.02	4.078	179	37,7
21.10.02	16.450	179,5	37,7
23.10.02	275.500 <sup>2</sup>	180	38,3
25.10.02	17.600	179	38,3
28.10.02	1.400	179	38,3
29.10.02	47.008	179	38,4
30.10.02	100	177	38,4
04.11.02	71.814	179	38,5
05.11.02	25.650	179	38,6
07.11.02	47.580	179	38,7
13.11.02	11.868	175,49	38,7
15.11.02	45.630	175,39	38,8
18.11.02	18.550	175	38,8
21.11.02	37.108	176	38,9
22.11.02	21.200	175	39
25.11.02	27.888	174,58	39
26.11.02	23.750	169,86	39,1
27.11.02	55.075	164,90	39,2
28.11.02	60.300	160	39,3
02.12.02	36.300	154,11	39,4
03.12.02	9.000	155	39,4
04.12.02	13.859	152	39,4
05.12.02	15.100	153,5	39,45

Elkem er Orklas største finansielle investering. Selskapet har også offentlig uttalt at aksjeposten er til salgs til riktig pris. Orkla har i brev til børsen datert 12. desember 2002 presisert at Orkla formelt eller reelt ikke søker kontroll i Elkem. Orkla har i samme brev påpekt at selskapet har begrenset representasjon i Elkems organer.

EU-kommisjonen la i juni 2001 til grunn at Alcoa til tross for sin 35,2 prosent eierandel ikke hadde kontroll i Elkem. Bakgrunnen var Elkems konkurranserettslige notifikasjon av aksjeerverv som medførte overtagelse av kontroll i den svenske aluminiumsselskapet Sapa AB. Elkem fremmet sommeren 2002 et pliktig tilbud på de resterende aksjene i Sapa, og ble eier av 71,4 prosent av aksjene i Sapa. I Elkems notifikasjon til kommisjonen av 21 mai 2001 heter det om Orklas rolle i selskapet:

*"The second largest Elkem shareholder, Orkla, has held a stake of over 25% in Elkem since 1989. It has historically been and remains a very active shareholder and the current Chairman of Elkem's board is Orkla's managing director (and CEO elect). He holds his post in Elkem at Orkla's request. Orkla has considerable influence over other Elkem shareholders. This is demonstrated by the fact that Orkla employees held proxies for shareholders representing over 6% of Elkem's voting shares at the 10 May 2001 general meeting (ie Orkla had custody at that meeting of almost 39% of Elkem's issued voting shares). Orkla is also very influential within Elkem's board."*

Elkems styre består av:

---

<sup>1</sup> Til Folketrygdfondet

<sup>2</sup> Fra Nordstjernen

Finn Jebsen (styreleder)  
Anders Eckhoff (advokat BA-HR)  
Anders G. Carlberg (Johnson Int.)  
Grete Faremo (Storebrand)  
Finn Kristensen  
Rune Olsen (ansatte representant)  
Einar Støfringshaug (ansatte representant)

### 3.5 Generelt om Nordstjernens investeringer

Daglig leder i Nordstjernen, Anders Berggren har fullmakt fra styret til å investere NOK 25 mill uten at investeringen behandles av styret. Denne fullmakten kan utvides til NOK 50 mill etter godkjenning fra styrets formann.

For investeringer ut over disse rammer skal beslutning tas av styret, jf omtale ovenfor under punkt 3.1. Nordstjernen har opplyst at bruk av stemmerett i selskaper hvor Nordstjernen eier aksjer, ordinært behandles av styret.

I henhold til månedsrapport for september 2002 hadde Nordstjernen investeringer i følgende selskaper:

Selskap	Andel av porteføljens markedsverdi
Storebrand	29
DnB Holding	19
Orkla	17
Norsk Hydro	15
Elkem	6 <sup>3</sup>
Norske Skog	4
Hafslund B	4
Håg	3
Andre (derunder Oslo Børs Holding)	3 <sup>4</sup>

Med ett unntak har det etter det opplyste aldri vært dissens i Nordstjernens styre. Dissensen er omtalt nedenfor under punkt 3.6.

### 3.6 Nordstjernens investering i Elkem

Den 12. februar 2002 ga styret Anders Berggren fullmakt til å investere inntil NOK 200 mill i Elkem aksjer i samråd med styremedlemmet Ulf Spång. På tidspunktet for styrets behandling besto styret av 5 medlemmer. DnB var da ikke representert i styret. Under behandlingen deltok ikke Ole Enger, Finn Jebsen og Jens P. Heyerdahl, dvs styrerepresentantene utpekt av Elkem og Orkla. Beslutningen ble truffet av de to styremedlemmer som var utpekt av Skandia. Styrereferatet behandler ikke spørsmålet om aksjonæravtalens krav til deltakelse fra aksjonærene ved investeringsbeslutninger, se 3.5 ovenfor. Fullmakten var ikke tidsbegrenset eller begrenset av aksjekurs for investeringene. Fullmakten var basert på en redegjørelse fra Berggren til styret også datert 12. februar 2002. Fra Berggrens gjennomgang refereres:

XXX

---

<sup>3</sup> Halvert som følge av Nordstjernens salg av 50 prosent av aksjene i Elkem den 23. oktober 2002.

<sup>4</sup> Orkla og Nordstjernen eier til sammen mer enn 10 prosent av Oslo Børs Holding ASA



## Nordstjernens kjøp og salg av aksjer i Elkem i 2002:

Dato	Antall aksjer	Kurs
21.08.02	50.000	164,59
26.08.02	22.000	166
16.09.02	40.000	165
30.09.02	34.900	175,5
30.09.02	15.100	175,5
01.10.02	35.500	175,5
02.10.02	114.250	175,5
02.10.02	62.250	175,5
04.10.02	122.996	177
08.10.02	18.000	177,8
09.10.02	10.000	177,6
09.10.02	19.800	177,4
10.10.02	6.200	177,8
23.10.02	- 275.500	180

Den 27. september gjorde Orkla et større kjøp av aksjer i Elkem og meldte om en eierandel på 39,67 prosent av aksjekapitalen i selskapet i børsens meldingssystem. Videre foretok Alcoa et større kjøp av aksjer samme dato. Berggren har opplyst at han da mente det ville være hensiktsmessig å innhente fornyet fullmakt for videre kjøp av aksjer i Elkem på vegne av Nordstjernen. Etter Berggrens opplysninger var dette basert på den tiden som var gått siden forrige fullmakt ble gitt, de endrede eierforhold i selskapet og at kursen ble økt med ca NOK 10 ved de handler som ble gjort den 27. september.

På det tidspunktet hadde Nordstjernen og Orkla totalt 39,89 prosent av aksjekapitalen i Elkem. Anders Berggren fikk i løpet av helgen 27-29 september en betenkning fra advokatfirmaet Schjødt som konkluderte med at det ikke var grunnlag for konsolidering. Berggren mente da Nordstjernen kunne fortsette investeringene i Elkem, men ønsket fornyet behandling av styret. Berggren redegjorde for situasjonen i et notat til styret datert 30. september 2002. Denne redegjørelsen viser til notatet av 12. februar, og gjør en kortfattet oppsummering av begrunnelsen for å investere i Elkem. Styremøte ble avholdt samme dag, og var basert på skriftlighet. Ole Enger og Finn Jepsen deltok ikke i behandlingen. I henhold til utkast til protokoll mottatt av Oslo Børs i møte den 8. oktober fremgår det at

*"[s]tyremedlemmene Ole Enger og Finn Jepsen ønsket på grunn av sine posisjoner i Elkem ikke å delta i behandlingen av og beslutningen rundt investeringsforslaget."*

I styremøte den 21. oktober da protokollen fra 30 september skulle godkjennes ble det imidlertid presisert at Ole Enger ikke deltok i behandlingen den 30. september pga reise til USA.

Halvor Stenstadvold som er utpekt av Orkla deltok imidlertid i behandlingen av fullmakten. Berggrens redegjørelse til styret datert 30. september tar ikke opp konsolideringsproblematikken, og nevner ikke betenkingen fra advokatfirmaet Schjødt. Berggren har opplyst at dette ikke ble tatt opp eller informert om til styrets medlemmer. Styret besluttet enstemmig å gi daglig leder fullmakt begrenset til en samlet investering på NOK 100 mill, og til kurs per aksje opp til NOK 180.

Den 21. oktober 2002 ønsket styrets formann Ole Enger ny behandling av fullmakten pga *"formelle svakheter i styrevedtak av 30. september"*. Styremedlemmet Finn Jepsen fratrådte behandlingen pga sin posisjon i Elkem. Enger anså på sin side ikke sin posisjon i Elkem å være til hinder for deltakelse i behandlingen av saken. I dette styremøtet

foreslo Enger at Nordstjernen skulle selge hele sin aksjepost i Elkem. Enger begrunnet dette med at han "gitt den situasjonen som var oppstått på eiersiden i Elkem, ønsket å opptre varsomt ift. Aksjelovens § 6-28." Styrets flertall ved Ulf Spång, Halvor Stenstadvold og Jens P. Heyerdahl mente på den annen side at den kommersielt mest attraktive løsningen ville være å realisere deler av gevinsten på Elkeminvesteringen gjennom salg av halvparten av aksjene, mens halvparten ble beholdt under forventning om høyere pris på et senere tidspunkt.

Styrets flertall besluttet derfor å selge 275.500 aksjer i Elkem til kurs 180 per aksje. Styret så det ønskelig at aksjene ble solgt til Orkla, da styret mente dette best ville ivareta ønske om høyest mulig pris for de aksjene selskapet beholdt. Salget til Orkla ble gjennomført den 23. oktober 2002 og Nordstjernen har etter dette en eierandel på 0,55 prosent i Elkem.

### 3.7 Nordstjernens utøvelse av aksjonærrettigheter i Elkem og Orkla

Anders Berggren opplyste at Nordstjernens styre vanligvis gir fullmakt til å opptre i sine investeringsobjekters generalforsamling fra gang til gang.

Den 7. oktober 2002 ga styret DnB Holding ASA v/ daglig leder eller den han bemyndiger fullmakt til å representere Nordstjernen i fremtidige generalforsamlinger i Elkem og Orkla. I fullmakten heter det videre:

*"I sin stemmegivning på disse generalforsamlinger skal DnB avgi slik stemme som etter DnBs syn best ivaretar Nordstjernens Holdings kommersielle interesser. Ingen begrensning med hensyn til utøvelse av denne fullmakt skal gjøres gjeldende. Fullmakten gjelder inntil styret bestemmer noe annet."*

Fullmakten vil, etter alminnelige avtalerettslige regler, helt eller delvis kunne trekkes tilbake når som helst. Tilsvarende fullmakt var i 1999 gitt til Ole Enger for så vidt gjaldt aksjene i Storebrand ASA. Se Kredittilsynets tilråding punkt II, s. 6 og punkt 4.3 nedenfor.

## 4. Rettslig grunnlag for konsolidering

### 4.1 Hjemmelsgrunnlag

Det rettslige spørsmål er om Orkla og Nordstjernen skal pålegges tilbudsplikt overfor øvrige aksjonærer i Elkem jf vphl § 4-1 pga konsolidering i henhold til vphl § 4-5.

I henhold til vphl § 4-1 foreligger tilbudsplikt for "[d]en som gjennom erverv blir eier av mer enn 40 prosent av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs...". Per 5. desember 2002 eier Orkla 39,45 prosent av aksjene i Elkem, mens Nordstjernen eide 0,55 prosent. Dersom det er grunnlag for konsolidering foreligger det altså tilbudsplikt jf § 4-1 med mindre Orkla eller Nordstjernen velger å selge seg ned slik at de totalt eier under 40 prosent i henhold til reguleringen i vphl § 4-9.

I vphl § 4-5 heter det:

*"I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med aksjonærens egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-5." (Riktig henvisning er til § 1-4.)*

Vphl § 1-4 angir flere kategorier av "nærstående". Det aktuelle alternativ er i denne saken § 1-4 nr 5, som lyder:

"Som noens *nærstående* menes

(...)

5. *noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument.*"

#### 4.2 Forarbeidenes uttalelser om "forpliktende samarbeid"

Som bakgrunn for børsens vurdering av konsolideringsbestemmelsens rekkevidde og tolkning vises det til NOU 1996:2, hvor det på s. 114-115 uttales følgende:

*"Som nevnt har Børsklagenemden lagt til grunn at det i realiteten kreves en stilltiende avtale mellom partene for at det skal kunne sies at de opptrer i forståelse med hverandre. Forståelsen etter avtalen bør dessuten omfatte en koordinert opptreden med et felles mål med sikte på en tilstrekkelig kontroll over selskapet.*

*Utvalget legger til grunn at et samarbeid kun med sikte på selve ervervet, ikke bør kunne medføre konsolidering. Det vises for øvrig til at spørsmålet om utløsning av tilbudsplikt vil kunne variere på bakgrunn av den praktiske gjennomføringen av et koordinert aksjekjøp.*

(...)

*Etter utvalgets syn ville det være fordel med en ytterligere presisering av at ikke enhver samordnet bruk av aksjonærrettigheter vil gi grunnlag for konsolidering. For eksempel samordnet opptreden i en generalforsamling med sikte på f.eks. skifte av styret, bør ikke i seg selv begrunne konsolidering etter tilbudspliktreglene. En blott og bar felles opptreden vil også falle utenfor ordlyden. Det er mer langsiktige former for samarbeid, som innebærer kontroll over selskapet, som bør begrunne konsolidering. På den annen side kan også et kortsiktig samarbeid med sikte på f.eks. salg av deler av selskapets virksomhet mv., etter omstendighetene være tilstrekkelig til at hensynene bak tilbudspliktreglene gjør seg gjeldende. Etter utvalgets syn bør det som en retningslinje legges til grunn at samarbeid i en enkelt sak i seg selv ikke være nok, med mindre den konkrete saken indikerer at de aktuelle aksjonærene reellt sett har et bredere samarbeid.*

*Etter utvalgets syn er det ikke mulig å foreta en nærmere spesifisering i loven av hvilket samarbeid som vil kunne utløse tilbudsplikt. Dette må avgjøres konkret ut fra forholdene i det enkelte tilfellet. Utvalget foreslår derfor at det i loven benyttes tilsvarende formulering som i finansieringsvirksomhetsloven § 2-6, dvs. at konsolidering skal foretas i forhold til noen det må antas aksjonæren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær. Det legges til grunn at det i samsvar med børsens praksis skal kreves en stilltiende avtale mellom partene for at disse skal anses å ha et forpliktende samarbeid. Utvalget påpeker forøvrig at det ikke vil være noen forutsetning at det skal foreligge sanksjoner eller sanksjonsadgang for at man skal kunne anse samarbeidet for «forpliktende».*

*Drøftelsen ovenfor omfatter utvalgets vurdering av temaet for når konsolidering skal foretas. I praksis vil det reises spørsmål om hvilke beviskrav som skal stilles ved konsolidering etter bestemmelsen om forpliktende samarbeid. Utvalget viser i denne sammenheng til at det vil være vedtaksmyndigheten som har bevisbyrden for at vilkårene for konsolidering foreligger. Det må dermed foreligge objektive*

*omstendigheter som tilsier at det foreligger et samarbeid som er tilstrekkelig forpliktende til at konsolidering skal foretas.” (Våre understrekninger)*

I Innst. O. nr. 83 (1996-97) om verdipapirhandel punkt 9.2.6 har finanskomiteen sluttet seg til departementets syn uten kommentarer. Departementet sluttet seg til utvalgets presiseringer i Ot. prp. nr. 29 (1996-97) om verdipapirhandel i punkt 9.2.6.

#### 4.3 Praksis

Av praksis vil også konsolidering av eierandeler etterlov av 10. juni 1988 nr 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (“finansieringsvirksomhetsloven”) § 2-6 første ledd d) ha relevans. Bestemmelsen lyder:

*”Like med aksjeeierens egne aksjer regnes i forhold til reglene i §§ 2-2, 2-4 og 2-5 første ledd, de aksjer som eies eller overtas av*

*(...)*

*d) noen som det må antas aksjeeieren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær.”*

Det må legges til grunn at en vurdering i henhold til finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 første ledd d) vil tilsvare vurderingen etter den likelydende bestemmelse i vphl § 1-4 nr. 5.

Av spesiell interesse i denne saken er Finansdepartementets vedtak fra 25. oktober 2000 om ikke å konsolidere Nordstjernen med Orkla, for så vidt gjaldt aksjer i Storebrand ASA. Finansdepartementets konklusjon var basert på Kredittilsynets innstilling datert 22. oktober 1999. Finansdepartementets vedtak gjaldt konsolidering etter finansieringsvirksomhetslovens § 2-6. Kredittilsynet viste i sin innstilling til at det mellom Orkla og Nordstjernen forslå både kryssende eierskap og organisasjon, hvilket er argumenter som kan tale for konsolidering. Kredittilsynet viste også til at det er forhold som taler for at Nordstjernens post i Storebrand er av strategisk karakter selv om Orkla anførte at investeringen var av ren finansiell karakter, basert på bakgrunnen for det samarbeid som er etablert mellom aksjonærene i Nordstjernen. I forbindelse med Nordstjernens aksjepost i Storebrand var det vist til at Ole Enger i Elkem var gitt fullmakt til å stemme på Storebrands generalforsamling uten å klarere sin stemmegivning med styret i Nordstjernen, og at han ville stemme ut fra sin oppfatning om hva som var i Nordstjernens interesser. Kredittilsynet gir uttrykk for at det var lite rimelig å legge til grunn at Enger i relasjon til kontroversielle saker ville gjøre bruk av stemmeretten uten å klarere eller drøfte dette med de øvrige aksjonærene i Nordstjernen. Det vises også til at Engers fullmakt når som helst kunne trekkes tilbake. Av Kredittilsynets vurdering siteres følgende:

*”Finansdepartementet uttalte blant annet i Aker RGI saken at: ”...det er ikke noe krav om at det foreligger noen formell samarbeidsavtale. Det vil være tilstrekkelig dersom det foreligger en stilltiende avtale. Det avgjørende må være om det foreligger en faktisk binding mellom aksjonærene og derved en maktkonsentrasjon av den art som konsolideringsreglene skal motarbeide. Det må videre foreligge en forståelse hos begge parter om samsvarende opptreden.”*

*Departementet la til grunn at kryssende eierskap og organisasjon var forhold som kunne trekke i retning av at det forelå forpliktende samarbeid.*

*(...)*

*Kredittilsynet antar at det er vanskelig å bevise en eventuell "forståelse... om samarbeidende opptreden" før det faktisk er avgitt stemmer fra Nordstjernen og Orkla på generalforsamling i Storebrand. Videre kan spørsmålet om slik forståelse mellom Nordstjernen og Orkla stille seg annerledes etter at Skandia nå er blitt eier av 9,99 prosent av aksjene i Storebrand. Dette vil kunne avhenge av forholdet mellom Skandias og Orklas interesser som aksjonærer i Storebrand. Det vises til at Skandias samarbeid med Storebrand på skadesiden gjennom Newco, og mulig konkurranseforhold i andre deler av forsikringsmarkedet, ikke gjør det åpenbart at Skandia og Orkla vil ha sammenfallende interesser i Storebrand.*

*Kredittilsynet mener det er forhold som taler for konsolidering på bakgrunn av alternativet om "forpliktende samarbeid". Sammensetningen av Nordstjernens styre og administrasjon, kombinert med Orklas stilling som hovedaksjonær i Elkem, er momenter av betydning. Det kan argumenteres for at Orkla ved sitt eierskap og sin styrerepresentasjon i Nordstjernen og Elkem har innflytelse over Nordstjernens forvaltning av Storebrandaksjene.*

*Kredittilsynet har funnet at spørsmålet her er svært tvilsomt. Kredittilsynet har imidlertid kommet til at det antakelig foreløpig ikke foreligger tilstrekkelig grunnlag for å kunne konsolidere på bakgrunn av forpliktende samarbeid. Det vises imidlertid til at en senere vurdering av saken, på bakgrunn av etterfølgende omstendigheter eller andre opplysninger i saken, vil kunne innebære konsolidering.*

*Et mindretall i Kredittilsynets styret [styreleder Erling Selvig og møtende varamedlem Lisbeth Hjort (vår kommentar)] tilrår at Finansdepartementet vedtar konsolidering med hjemmel i fil § 2-6 annet ledd bokstav d."*

I 1999 vurderte børsen spørsmålet om konsolidering av Orkla og Nordstjernen i forhold til flaggeplikten i vphl § 3-2. Basert på den informasjon Oslo Børs den gangen hadde, fant ikke børsen grunnlag for å konkludere at det forelå et forpliktende samarbeid mellom Orkla og Nordstjernen i 1999. Børsen viste til at saken kunne gjenopptas dersom nye opplysninger tilsa dette.

Av praksis viser forarbeidene særlig til børsklagenemnden sak 2/92 Skaugen saken. I forhold til finansieringsvirksomhetsloven § 2-6, kan også nevnes Finansdepartementets konsolidering av aksjonærer i Forenede Gruppen A/S i 1990 hvor en rekke aksjonærer ble konsolidert med Kinnevik AB. Grunnlaget for antakelsen var særlig at Kinnevik hadde finansiert eller påtatt seg økonomisk risiko og forpliktelser av betydelig omfang knyttet til andre aksjonærer. Finansdepartementet kom i 1997 også til at Aker RGI ASA skulle konsolideres med Kjell Inge Røkke og hans heleide selskap for så vidt gjaldt eierandeler i Storebrand ASA. Det ble i forhold til spørsmålet om "forpliktende samarbeid" lagt vekt på hans eierandeler, formell og reell innflytelse og parallelle investeringer i Storebrand. Finansdepartementet fant også at konsolidering kunne skje fordi Røkke normalt ville ha bestemmende innflytelse i Aker til tross for at han bare eide 37,9 prosent.

#### 4.4 Børsens generelle vurdering av spørsmålet om konsolidering pga forpliktende samarbeid

På bakgrunn av lovens ordlyd og eksisterende rettskilder legger børsen til grunn at vilkåret om "forpliktende samarbeid når det gjelder å gjøre bruk av rettigheter som eier av et finansielt instrument" jf § 1-4 nr. 5, innebærer et krav om faktisk samarbeid hvoretter partene i forhold til hverandre opplever å være gjensidig forpliktet ved utøvelse av aksjonærrettigheter.

Det er imidlertid klart at det ikke kan oppstilles et krav om at samarbeidet er nedfelt i en formell avtale. I mange av uttrykkelig avtale må det vurderes om de aktuelle aksjonærers

handlemåte og omstendighetene for øvrig sannsynliggjør at de handler på grunnlag av en forpliktelse eller forståelse seg imellom. At to eller flere aksjonærer har sammenfallende oppfatning om utøvelse av aksjonærrettigheter og derfor rent faktisk opptrer likt med hensyn til utøvelse av aksjonærrettigheter, er ikke tilstrekkelig til å konstatere at det foreligger "forpliktende samarbeid". På den annen side legger børsen til grunn at det ikke kan stilles krav om at brudd på en forpliktelse må være mulig å sanksjonere, for at et forpliktende samarbeide skal anses å foreligge. Det vises til at ordlyden før vedtakelsen av vphl i 1997 brukte ordlyden "*handler etter avtale med eller for øvrig opptrer i forståelse med*", uten at den nye ordlyden var ment å endre betydningsinnholdet, se NOU 1996:2 s. 115. Bergo<sup>5</sup> mener det ut fra ordlyden må kreves en mer uttrykkelig avtale. Motsatt mener Jone Engh<sup>6</sup> i forhold til finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 at det i kravet til at samarbeidet skal være forpliktende er tilstrekkelig "*at det foreligger en faktisk binding mellom aksjonærene og derved maktkonsentrasjon av den art som konsolideringsreglene skal motvirke*". Etter børsens oppfatning er det tilstrekkelig at partene har en langsiktig forståelse av at de vil opptre samordnet i situasjoner der det kan oppstå motsetninger.

I vurderingen av om det foreligger et "forpliktende samarbeid" kan det legges vekt på kryssende eierskap og organisasjon mellom de aktuelle aksjonærer.

I vurderingen vil samarbeidets sannsynliggjorte omfang og varighet kunne være av betydning. Det er ikke slik at enhver samtale eller "samarbeide" i enkeltsaker eller flere saker nødvendigvis medfører at det foreligger et "forpliktende samarbeide". Børsen viser til at aksjonærer i børsnoterte selskaper må kunne føre samtaler om hvilke veivalg og avgjørelser som er best for selskapet uten at det av den grunn foreligger et forpliktende samarbeide.

Konsolidering etter vphl § 4-5 skal hindre at flere aksjonærer etter et forpliktende samarbeide om utøvelse av aksjonærrettigheter kontrollerer mer enn 40 prosent av aksjene uten at tilbudsplikten utløses. Ved konsolideringsspørsmålet i henhold til § 4-5 jf § 1-4 nr. 5 er det derfor av betydning om det aktuelle forpliktende samarbeidet kan relateres til oppnåelse eller utøvelse av kontroll over det aktuelle selskap. Et samarbeid/avtaler som alene gjelder kjøp og salg av aksjer uten ytterligere forpliktelser mht utøvelse av aksjonærrettigheter, vil derfor ikke nødvendigvis vil medføre konsolidering med hensyn til tilbudsplikten.

I børsens vurdering av om det foreligger grunnlag for konsolidering pga forpliktende samarbeid i relasjon til tilbudsplikten må børsen foreta en helhetsvurdering av alle relevante forhold. Børsen har bevisbyrden for at det foreligger grunnlag for konsolidering. Beviskravet kan imidlertid ikke settes for strengt, jf lovens ordlyd "må antas". I juridisk teori er det noe avvikende oppfatninger om dette innebærer at det alminnelige utgangspunkt at det mest sannsynlige faktum skal legges til grunn (sannsynlighetsovervekt/mer enn 50 prosent sannsynlig). Forarbeidene har ikke uttrykkelig vurdert annet enn at det må "*foreligge objektive omstendigheter som tilsier at det foreligger et samarbeid som er tilstrekkelig*". Jone Engh forstår Kredittilsynets og Finansdepartementets praksis i relasjon til finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 slik at "*vedtakelsesmyndigheten ikke [trenger] bevise at det foreligger et "forpliktende samarbeid". Det er nok å bevise at det foreligger forhold som gjør at det "må antas" at dette foreligger*"<sup>8</sup>. Bergo mener for finansieringsvirksomhetsloven at "*man ikke kan kreve mer enn at det ikke må være sannsynlighetsovervekt i motsatt retning*"<sup>9</sup>. Også Beckmann, Bergo, Bjørnsen, Sæhle og Trøbråten "Verdipapirhandelloven med kommentarer" (2002) sier at det "*neppe gjelder krav om sannsynlighetsovervekt*".

<sup>5</sup> Børs- og verdipapirrett s. 100-102

<sup>6</sup> Lov og Rett 2001 s. 292-293

<sup>7</sup> Se NOU 1996:2 s. 115

<sup>8</sup> Lov og Rett 2001 s. 293

<sup>9</sup> Børs- og verdipapirrett s. 100

Oslo Børs antar at finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 (2) ikke overlater mer til departementets skjønn enn vphl § 4-5 (2) overlater til børsens. Finansieringsvirksomhetsloven angir at departementet "avgjør i tvilstilfelle", mens vphl angir at "børsen avgjør om det skal foretas identifikasjon".

Oslo Børs anser bestemmelsen å hjemle grunnlag for konsolidering selv om det foreligger stor grad av tvil. Det kreves objektive omstendigheter, men disse vil kunne ha ulik karakter og også omfatte indisier på samarbeide. Således vil kryssende eierskap, organisasjon og finansiering kunne redusere kravene til bevisenes styrke og omfang i forhold til situasjoner der slike omstendigheter ikke foreligger. Børsen anser at alminnelige sivilrettslige beviskrav normalt kreves oppfylt for at børsen skal foreta konsolidering etter vphl, dvs at børsen finner det mer enn 50 % sannsynlig at det foreligger et forpliktende samarbeide. På bakgrunn av lovens ordlyd mener imidlertid børsen at kravene til hvilke bevismidler som tillegges vekt og kravene til deres styrke, ikke kan være for strenge. Det medfører at børsen ut fra en rekke uensartede faktiske forhold, indisier og egne vurderinger av disse må vurdere om børsen mener det er mest sannsynlig at det foreligger et "forpliktende samarbeid". Dersom børsen etter en vurdering av alle slike relevante forhold finner det mest sannsynlig at slikt samarbeid foreligger har børsen oppfylt sin bevisbyrde jf vphl.

## 5. Orkla og Nordstjernens vurderinger

Gjennom skriftlig korrespondanse og samtaler har Nordstjernen og Orkla formidlet sine vurderinger av konsolideringsspørsmålet i lys av det faktum som i dag foreligger. I det følgende vil disse vurderinger kort oppsummeres:

### 5.1 Nordstjernens vurderinger

Nordstjernens vurderinger fremgår primært av brev datert 18. oktober 2002, med supplerende bemerkninger i brev datert 12. desember 2002.

I brevet datert 18. oktober 2002 påpeker Nordstjernen bl.a. at Orkla ikke har bestemmende innflytelse over Nordstjernen med en eierandel på 35 prosent. Nordstjernen viser videre til at Orkla heller ikke har hatt bestemmende innflytelse over investeringsbeslutningen da denne ble fattet av ett styremedlem utpekt av DnB, to av Skandia og ett av Orkla.

Det vises videre til at investeringen er begrunnet med:

*"For Nordstjernens vedkommende har kjøpene vært motivert ut fra en antakelse om at et slikt bud vil bli fremsatt og at investeringsrisikoen under enhver omstendighet er liten som følge av den aktuelle interesse for Elkemaksjen.*

*Det faktiske og situasjonsbestemte interessefelleskap som foreligger mellom Nordstjernen og Orkla (ønsket om en høyere pris for aksjen), gir ikke grunnlag for konsolidering".*

Videre gir Nordstjernen uttrykk for følgende:

*"Noen formell eller uformell (stilltiende) avtale om koordinert opptreden foreligger derimot ikke. Det manglende forpliktende samarbeidet gjelder både i forhold til spørsmålet om og i tilfelle i hvilke situasjoner Nordstjernen og Orkla skal kjøpe eller selge aksjer i Elkem og i forhold til det spørsmål som er avgjørende i forhold til konsolidering, nemlig om det i forholdet mellom Orkla og Nordstjernen foreligger en felles og forpliktende målsetting om kontroll av Elkem."*

Når det gjelder børsens henvisning til det eier- og organisasjonsfellesskapet som foreligger sier Nordstjernen:

*"I tilknytning til det foregående punkt vil vi understreke at det Eiermessige og organisatoriske fellesskap mellom Nordstjernen og Orkla som Oslo Børs fremhever i sin redegjørelse, er blitt svekket siden Oslo Børs og Finansdepartementet vedtok ikke å konsolidere Nordstjernen og Orkla i sammenheng med selskapenes investering i Storebrand. Orkla eide den gang 40 % av Nordstjernen og var representert i styret i Nordstjernen med to utav fem medlemmer. I dag eier Orkla 35 % og er representert med to utav seks medlemmer. Orkla har heller ikke lenger styrefomannvervet i selskapet."*

På bakgrunn av børsens oversendelse av varsel om enkeltvedtak datert 10. desember d.å., innga Nordstjernen enkelte ytterligere bemerkninger i brev datert 12. desember 2002.

Nordstjernen presiserer at de foreliggende omstendigheter ikke tilsier at det foreligger et forpliktende samarbeid. Børsen viser til følgende uttalelse i brevet:

*"En generell innvending mot utkastet til innstilling er at det faktum og de bevismomenter det redegjøres for i liten grad relaterer seg til det bevistema som er relevant, nemlig om det foreligger et forpliktende samarbeid som har betydning for beslutningsprosessene i Elkem...*

*(...)*

*Oslo Børs fremstiller de aksjekjøp selskapene har foretatt og det kryssende eierskap, organisasjon og interessefellesskap mellom Nordstjernen, Orkla og Elkem, korrekt i utkastet til uttalelse. Fremstillingen har imidlertid lite eller ingen sammenheng med det som etter lovens ordlyd og forarbeider er avgjørende for konsoliderings spørsmålet.*

*Det er riktig at mye tyder på at Nordstjernens aksjeinnehav i Elkem også har sammenheng med Orklas og de øvrige institusjonelle eieres interesse i å forhindre at Alcoa får kontroll i Elkem. At et styre i et selskap velger å foreta disposisjoner som kan være til fordel for en av selskapets aksjonærer når investeringen, som i det foreliggende tilfelle, har liten risiko, er det ikke noe særsyn. Poenget er at det - like lite som i forholdet mellom Orkla og Folketrygdfondet - foreligger et faktisk grunnlag som skulle tyde på at Nordstjernen har forpliktet seg til å kjøpe eller selge aksjer slik Orkla måtte ønske. Styret i Nordstjernen er autonomt og Orkla kan ikke utøve flertall eller på annen måte bestemme hvilke aksjekjøp og aksjesalg Nordstjernen skal foreta generelt og i særdeleshet i Elkem-aksjer."*

Når det gjelder kravet til sannsynlighetsgrad for å ilagge tilbudsplikt etter reglene om konsolidering i vphl, er Nordstjernen uenig i at konsolidering i enkelte tilfelle kan tenkes selv om alminnelige sivilrettslige beviskrav ikke er oppfylt (se drøftelsen av de forskjellige kilder under punkt 4.4. ovenfor). Børsen konstaterer at det foreligger uenighet på dette området, men viser til at det spørsmålet ikke kommer på spissen i denne saken jf punkt 6 nedenfor.

## 5.2 Orklas vurderinger

Orkla har gitt uttrykk for sin vurdering av konsoliderings spørsmålet i et brev datert 18. oktober 2002. Videre er det gitt ytterligere kommentarer til børsens varsel om enkeltvedtak den 10. desember, i brev datert 12. desember 2002.

Orkla viser i brevet datert 18. oktober 2002 til de vurderinger som ble foretatt av Oslo Børs i 1999 mht flaggeplikten, Kredittilsynets tilrådning fra 1999 og Finansdepartementets vedtak fra 2000, og uttaler:



*"Orkla har innrettet seg etter de konklusjoner som er trukket av Finansdepartementet, Kredittilsynet og Oslo Børs, og har således lagt til grunn at det ikke er grunnlag for å ilegge Nordstjernen og Orkla tilbudsplikt på grunnlag av konsolidering etter vphl § 1-4."*

Når det gjelder bakgrunnen for Orklas investering i Elkem presiserer Orkla at selskapets interesse i aksjen er finansiell og at Orklas interesse er å søke å fremdrive et tilbud som reflekterer de underliggende verdier i Elkem. Videre presiserer Orkla:

*"Det foreligger for øvrig ikke noe forpliktende samarbeid- i form av formell eller stilltiende avtale- mellom Orkla og Nordstjernen (eller andre aksjonærer) om en koordinert opptreden ved utøvelsen av aksjonærrettigheter i Elkem og det foreligger da heller ikke "... mer langsiktige former for samarbeid, som innebærer kontroll over selskapet...", jf. NOU 1996:2."*

Når det gjelder Oslo Børs' påpekning av at investeringen i dag gjelder Elkem som også er eier i Nordstjernen, mens investeringen i 1999/2000 gjaldt Storebrand som ikke hadde eierinteresser i Nordstjernen sier Orkla:

*"Elkem var eier i Nordstjernen også i 1999/2000 med samme eierprosent som i dag. Som det fremgår av punkt (ii) ovenfor, kontrollerer ikke Orkla på noen måte Elkem."*

Når det gjelder den eier og organisasjonsmessige tilknytningen mellom Orkla og Nordstjernen viser Orkla til at deres eierandel er redusert fra 40 prosent i 1999/2000 til 35 prosent per i dag. Videre vises det til at Orkla ikke har flertall i Nordstjernens styre og at det er styret som foretar investeringsbeslutningene.

I forhold til børsens angivelse av at Jens P. Heyerdahl har en sterk tilknytning til Orkla, og at hans styreverv i Nordstjernen øker Nordstjernens fellesskap med Orkla heter det i brevet:

*"I forbindelse med at DnB ervervet sin eierandel i Nordstjernen fikk DnB rett til å utpeke ett styremedlem. DnB sto fritt til å utpeke hvem de ville, og fikk på generalforsamlingen i 2002 valgt Jens P. Heyerdahl d.y. til å representere DnBs interesser i Nordstjernen."*

*Jens P. Heyerdahl d.y. er ikke ansatt i Orkla . Han har i følge avtale stilt sin arbeidskraft til konsernsjefens disposisjon. Han har begrensede oppgaver knyttet til organisasjonsutvikling og bedriftskultur, og er ikke rådgiver i forretningsmessige spørsmål. Jens P. Heyerdahl d.y. besitter en rekke ulike verv i kraft av sin personlige kompetanse og erfaring."*

Orkla gir i sitt brev datert 12. desember 2002 uttrykk for en vurdering likeartet med den vurdering Nordstjernen gir uttrykk for i sitt brev av 2. desember 2002. Dette gjelder synspunkter på de rettslige spørsmål, beviskravet og selve vurderingen i den aktuelle sak (se punkt 5.1).

## 6. Børsens vurderinger

Børsen legger til grunn at det ikke finnes noen uttrykkelig avtale mellom Orkla og Nordstjernen om samordnet opptreden i Elkem. Spørsmålet er imidlertid om det finnes så sterke bindinger og omstendigheter at det likevel må anses å være et samarbeide i form av en felles forståelse av slik karakter at det i denne sammenheng kan likestilles med en stilltiende avtale.

Det er på det rene at Orklas eierskap på 35 prosent i Nordstjernen i seg selv ikke er tilstrekkelig til å anse et samarbeide for å foreligge.

Orkla har imidlertid en betydelig innflytelse over Elkem som eier 20 % i Nordstjernen. Selv om Alcoa med sine 46,5 prosent er en vesentlig større aksjonær enn Orklas 39,4 %, har Alcoa ikke styrerepresentasjon. Som det fremgår av Elkems notifikasjon til EU-kommisjonen i mai 2001 har Orkla "*considerable influence over other Elkem shareholders*", hvilket er illustrert i at Orkla-ansatte hadde fullmakt til å representere over 6 % av aksjene på generalforsamlingen i mai 2001 i tillegg til de aksjene Orkla selv eide. Orkla har gjennom Finn Jebsen styreledervervet, og er eneste vesentlige aksjonær i styret. Også Storebrand som eier ca 1 % er representert i styret. Styreledervervet gir i praksis vesentlig større innflytelse enn et ordinært styreverv, som også bekreftes i Elkems beskrivelse av Orkla som "*very influential within Elkem's board*". I notifikasjonen er det også vist til at Orkla er en aktiv aksjonær, hvilket i seg selv øker innflytelsen. Elkems aksjer i Nordstjernen må anses å være under betydelig innflytelse av Orkla, uten derved å si at de er under Orklas kontroll.

Heller ikke Orklas to av seks styremedlemmer i Nordstjernen gir i seg selv grunnlag for konsolidering. Den reelle innflytelsen øker imidlertid ved at Elkems konsernsjef, Ole Enger er styremedlem (leder) i Nordstjernen. Elkems interesse i Nordstjernen må som Elkems øvrige virksomhet anses å være under betydelig innflytelse av Orkla. Dette betyr ikke at Engers opptreden i Nordstjernen utøves under Orklas instruks, kun at Orkla har betydelig innflytelse over denne.

Et fjerde styremedlem i Nordstjernen, Jens P Heyerdahl må som konsernsjef gjennom 21 år og sin sterke delaktighet i å gjøre Orkla til et av Norges største selskaper, anses å ha en sterk personlig tilknytning til Orkla. Han har også fortsatt kontor hos selskapet samme sted som konsernledelsen, har oppgaver i selskapet, mottar fortsatt lønn fra selskapet og har et ikke ubetydelig antall Orklaaksjer. Han har i mange sammenhenger markert seg offentlig som talsmann for den bedriftskulturen i Orkla også etter at han våren 2001 fratradte som konsernsjef. At han utøver sitt verv i Nordstjernen på vegne av DnB og med DnBs interesser for øye betyr ikke at han ikke samtidig kan ivareta, eller i det minste skjele hen til Orklas interesser i selskapet så lenge interessene ikke er i strid med hverandre. Nordstjernen ble også etablert da Heyerdahl ledet Orkla.

Orklas reelle innflytelse i Nordstjernen påvirkes også ved at Orkla har sin investeringssjef som daglig leder i Nordstjernen. At dette i praksis er del av investeringssjefens arbeidsoppgaver for Orkla er tydelig ved at også tidligere investeringssjef i Orkla, Morten Blix, også var daglig leder i Nordstjernen. Nordstjernen betaler heller ikke noe vederlag til Berggren for daglig ledelse, eller til Orkla for forretningsførsel. Riktignok er daglig leders innflytelse begrenset til investeringer under NOK 25 mill. Bruk av aksjonærrettigheter i selskaper der Nordstjernen eier aksjer er ikke særskilt regulert i aksjonæravtalen, men det er opplyst at styret avgjør fra gang til gang om selskapet skal delta på generalforsamlinger i selskaper hvor selskapet eier aksjer. Generelt sett har daglig leder gjerne betydelig innflytelse ved at han ofte initierer og forbereder saker, i tillegg til at han setter dem i verk. I Nordstjernen gjøres i hvert fall i noen grad store investeringer i henhold til fullmakter hvor verken kurs eller tidspunkt for investeringen er angitt, jf fullmakten til å investere inntil NOK 200 mill i Elkem 12. februar 2002, som riktignok skulle utøves i samråd med styremedlemmet Ulf Spång.

Samlet sett har altså Orkla stor innflytelse i Nordstjernens styre. I saker som gjelder Elkem-investeringen har imidlertid Finn Jebsen av habilitetsgrunner ikke deltatt, og med et unntak og vekslende begrunnelser har heller ikke Ole Enger deltatt. Ved den initielle beslutningen om kjøp av Elkemaksjer i februar 2002 utgjorde Skandias to representanter det møtende styret, mens også Heyerdahl og Stenstadvold deltok på septembermøtet da fullmakten ble fornyet. Børsen kan uansett ikke se at styresammensetningen i de ulike sakene har avgjørende betydning ettersom aksjonæravtalen krever tilslutning fra hver aksjonær (minst én av representantene) for å beslutte større investeringer. Hver

aksjonær har altså i praksis vetorett i slike saker. Det vil altså ikke bli gjort investeringer som det ikke er full enighet om. At dette må anses som et forpliktende samarbeid, er lite tvilsomt.

Veto-klausulen i aksjonæravtalen gjelder imidlertid ikke selskapets *bruk av rettigheter som aksjonær i selskapet*, jf vphl § 1-4 nr 5, som det er opplyst at i praksis forvaltes gjennom fullmakt fra styret fra gang til gang. Når investeringen i henhold til aksjonæravtalen forutsetter enighet, er det mye som taler for at partene er enige også om hva man vil med investeringen, det vil si hvordan man eventuelt skal opptre i selskapet. Samarbeidspartene har jo allerede gjennom veto-klausulen i aksjonæravtalen kunnet avvise investeringer som kan være kontroversielle for noen av dem. Ingen av partnerne vil trolig heller risikere at et holdingselskap de har investert så vidt store beløp i, skal snu seg rundt å opptre i strid med noen av eiernes interesser. Selve selskapsetableringen bærer preg av å være en allianse med økonomisk avkastning som forutsetning og formål å investere i selskaper der partene enten har felles interesser eller i hvert fall ikke har motsetningsforhold. Forvaltningen av selskapet synes å bygge på gjensidig og personlig tillit til at selskapet ikke brukes i strid med noen eiers interesse, noe som også illustreres i at styrerepresentasjon i hovedsak representerer de øverste administrative nivåer hos eierne og i at styremøter i stor grad er telefoniske. Dette tillitsforholdet understrekes også av utstrakt krysseierskap gjennom Nordstjernens eierskap i sine eiere, DnB, Orkla og Elkem som til sammen utgjør hele 39 % av Nordstjernens investeringer. I tillegg understrekes tillitsforholdet av at det alltid har vært enighet i Nordstjernens styre om både om investeringer og om når selskapet skal opptre på en generalforsamling.

Nordstjernens styre har gitt DnBs konsernsjef, Svein Aaser, fullmakt til å bruke Nordstjernens stemmerett på Elkems generalforsamling uten å forhåndskonsultere styret. Børsen har vanskelig for å se at ikke Aaser skulle bruke aksjonærrettighetene innenfor de uskrevne forutsetningene som ligger til grunn for Nordstjernens virksomhet, og som for investeringer er kommet til uttrykk i aksjonæravtalen. Fullmakten kan også når som helst trekkes tilbake. Børsen viser også til at Kredittilsynet i sin tilrådning fra 1999 for så vidt gjaldt tilsvarende fullmakt om å ivareta Nordstjernens eierinteresser i Storebrand, påpekte at det

*“(u)t fra alminnelige betraktninger om partenes forretningsmessige interesser og samarbeidsforhold mellom aksjonærene i Nordstjernen kan det imidlertid anføres som lite rimelig å legge til grunn at Ole Enger på vegne av Nordstjernen vil avgjøre bruk av stemmeretten i Storebrand i viktige eller kontroversielle saker uten å klare eller i hvertfall drøfte sakene med de øvrige aksjonærene. Dette gjelder som om han ikke skulle være forpliktet til en slik fremgangsmåte og han har formell fullmakt til å treffe beslutninger på egen hånd. ”*

Den partner- og fellesskapsholdningen som samarbeidet bærer preg av være er også tydelig da Ole Enger i oktober i år foreslo at Nordstjernen skulle selge Elkemposten. Selv om denne første synlige uenigheten i selskapet kan være et argument for at det ikke er en stillestående avtale om dette. Børsen mener imidlertid dette viser at brister i enigheten søkes reparert gjennom kompromisser. I stedet for å benytte sitt flertall i styret til å holde fast ved beslutningen om erverv av Elkemaksjer og nedstemme Engers forslag om salg, fant flertallet et kompromiss ved at kun halve posten ble solgt.

Etter hva børsen har forstått har det heller ikke noen gang vært avvik mellom Nordstjernens og Orklas stemmegivning på generalforsamlinger i selskaper hvor begge har eiet aksjer. Riktignok har det kanskje ikke vært kontroversielle saker hvor stemmetallet har vært avgjørende. Med en så liten post som Nordstjernen eier i Elkem, er det også tvilsomt om den vil få noen avgjørende betydning på en generalforsamling der det voteres over kontroversielle spørsmål. Dersom en slik situasjon skulle oppstå antar børsen ut fra Orklas reelle innflytelse i Nordstjernen sammenholdt med bakgrunnen og innretningen av Nordstjernen, at Nordstjernen ville opptrådt på samme måte som

Orkla. Dette antas også å være tilfelle hvor forvaltningen av aksjonærrettighetene utøves av Svein Aaser i henhold til fullmakten.

Etter børsens vurdering er det også mye som taler for at Nordstjernens Elkeminvestering i stor grad er motivert av Orklas sterke ønske om å hindre Alcoa i å få kontroll i Elkem uten å gi et vesentlig høyere tilbud til aksjonærene. Aksjekursen i Elkem har vært preget av at blant annet Orkla har kjøpt aksjer til kurser over Alcoas begrensede tilbud for hindre at Alcoa kjøpte aksjer under tilbudet. Mens eksisterende aksjonærer som Orkla og Folketrygdfondet kunne forsvare kjøp til høye kurser fordi det økte sjansen for større gevinst på den resterende delen av Elkemporteføljen ved å forsøke å tvinge Alcoa til å fremme et høyere tilbud, var denne motivasjonen ikke til stede hos Nordstjernen. Riktignok kunne selskapet få en gevinst ved et tilbud til over 180 kroner, men det var også en risiko for at Alcoa ikke ville fremme noe tilbud med den følge at aksjonærsituasjonen ble fastlåst og likviditeten og kursen på aksjen falt dramatisk. En slik investering synes også å være på siden av Nordstjernens investeringspolicy slik den er uttrykt i aksjonæravtalen. At støtte til Orkla var en vesentlig del av motivasjonen for kjøpet illustreres også ved at Nordstjernen når de først solgte aksjer spesielt ønsket å selge til Orkla.

Børsen vil understreke at vurderingen av om et samarbeid etter vphl § 1-4 nr 5 må anses å foreligge nødvendigvis vil bygge på noe tvil. Kravene til bevis kan heller ikke være for sterke når det foreligger sterke faktiske bindinger mellom aksjonærene. Etter børsens vurdering er det på bakgrunn av de foreliggende omstendigheter sannsynlighetsovervekt for at det foreligger et samarbeid som omfattes av verdipapirhandelloven § 1-4 nr 5. Etter vphl § 4-5 annet ledd skal børsen da konsolidere partene i forhold til reglene om tilbudsplikt. Dette innebærer at Orkla, som var den aksjonær som utløste tilbudsplikt er i en tilbudspliktsituasjon, og da må fremme et tilbud etter vphl § 4-1 eller selge seg ned i henhold til vphl § 4-9 slik at Nordstjernens og Orkla til sammen eier mindre enn 40 % av aksjene i Elkem. Orkla må straks gi melding om selskapet vil fremme tilbud eller selge aksjer, jf vphl § 4-8 første ledd.

Børsen kan ikke se at det er noen motstrid mellom tidligere vurderinger av samarbeidet og dette. Både Finansdepartementet, Kredittilsynet og Oslo Børs understreket at saken ville kunne vurderes annerledes etter noe tid. I Kredittilsynets tilrådning er det uttrykt stor tvil, og et mindretall i styret mente det var grunnlag for konsolidering. Konsolideringsvurderingen vil i prinsippet også kunne vurderes ulikt for ulike selskaper Orkla og Nordstjernen har investert i.

## 7. Vedtak

I forhold til reglene om tilbudsplikt anses Nordstjernen Holding AS' aksjer i Elkem ASA som like med Orkla ASAs aksjer i Elkem ASA, jf § 4-5 annet ledd jf § 1-4 nr 5. Konsolideringen innebærer at Orkla ASA straks må gi melding i tråd med verdipapirhandelloven § 4-8 om det vil bli fremsatt tilbud om kjøp av de øvrige aksjer i selskapet eller om det vil foretas salg slik at tilbudsplikten ikke lenger foreligger.

Vedtaket kan påklages til børsklagenemnden etter reglene i børsforskriften kap 26, jf børsloven del IV. Klagefristen er 2 – to – uker. En eventuell klage vil på anmodning kunne gis oppsettende virkning.

### **6.4.3 Elkem - Spørsmål om tilbudsplikt som følge av konsolidering av aksjonærer (brev til Orkla, Folketrygdfondet m.fl. av 08.11.02)**

#### 1. Innledning

Oslo Børs har etter eget tiltak tatt opp til vurdering spørsmålet om Orkla ASAs aksjeeie skal konsolideres med enkelte andre institusjonelle norske aksjonærer i henhold til

verdipapirhandelloven § 4-5, jf § 1-4 for så vidt gjelder deres aksjeeie i Elkem ASA. Børsen har i denne vurderingen konkludert i den utstrekning konsolidering vil kunne medføre tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 4-1, jf § 4-5.

Orkla ASA eier selv eller gjennom datterselskaper 38,6% mens Folketrygdfondet eier 7,52% av aksjene i selskapet (6. november 2002).

Børsen har også gjort undersøkelser om Orkla og Nordstjernen Holding AS (Nordstjernen) skal konsolideres. Nordstjernen eier 0,55%. Samlet eier altså disse ikke over 40 %. Bare dersom Orkla og Folketrygdfondet konsolideres vil det være relevant å vurdere om Nordstjernen skal konsolideres med Orkla.

I tillegg eier Storebrand ASA gjennom datterselskap 1,36%, og Den norske Bank ASA 0,69 % gjennom DnB Markets. Også for disse vil konsolideringss spørsmålet kunne være relevant.

## 2. Sakens bakgrunn

Den amerikanske aluminiumsprodusenten Alcoa Inc har eiet aksjer i Elkem i mange år, og har de siste 3 –4 årene kjøpt seg gradvis opp. I januar 2002 fremmet Alcoa et pliktig tilbud i henhold til verdipapirhandelloven § 4-1 etter at tilbudspliktgrensen på 40% var passert. Elkems styre frarådet sine aksjonærer å akseptere tilbudet fordi tilbudsprisen på kr. 155 pr. aksje var lavere enn styrets vurdering. Etter gjennomført pliktig tilbud eide Alcoa 40,2 %.

Straks etter at Alcoas pliktige tilbud var gjennomført solgte Elkem sin samlede egenbeholdning av aksjer til kurs 180 pr aksje hvorav en vesentlig del ble kjøpt av Orkla. Orkla eide etter dette den 28. februar 2002 38,5 %.

Alcoa kjøpte i september 2002 en større post som brakte selskapets eierandel opp i 46,3%. Alcoa tilbød gjennom et tilbudsdokument 2. oktober å kjøpe inntil ca. 7 % av selskapets aksjer til kurs 175 % pr aksje som tilsvarte prisen for de aksjene som ble kjøpt i september. Fortrinnsrett var gitt til aksjonærer som ikke eide mer enn 1.000 aksjer i selskapet. Alcoa opplyste i den forbindelse at tilbudsprisen var 13% over markedsprisen da selskapet fremmet sitt pliktige tilbud i januar, og at det norske aksjemarkedet og sammenlignbare selskaper ellers i verden hadde falt 25% eller mer siden da.

Elkems styre anbefalte i sin uttalelse den 4. oktober aksjonærene å ikke akseptere budet. Uttalelsen viser til den "fairness opinion" som ble innhentet i januar 2002 der Enskilda Securities anga kr 200-220 pr aksje som et rimelig prisleie i en oppkjøpssituasjon. I forhold til verdivurderingen påpekes også at konkurranserettslige hensyn kan medføre begrensninger i Sapas utviklingsmuligheter fordi et kontrollskifte i Elkem vil kunne medføre at Alcoas og Sapas markedsandeler innenfor en del av aluminiums markedet blir for stort. Styret var videre prinsipielt negativ til den forskjellsbehandling som lå i begrensningen på ca 7 % av aksjene, og at tilbudet var fremmet uten forutgående kontakt med styret og på tvers av styrets ønsker.

Parallelt og etter Alcoas tilbud har Orkla gjort følgende transaksjoner i Elkemaksjen:

Dato	Antall	Kurs
27.09.02	554.227	175
11.10.02	Solgt 1,5 mill. <sup>10</sup>	177

<sup>10</sup> Til Folketrygdfondet

14.10.02	85.902	180
14.10.02	211.760	180
15.10.02	172.054	180
16.10.02	32.970	180
17.10.02	1.100	179
18.10.02	4.078	179
21.10.02	16.450	179,5
23.10.02	275.500	180 <sup>11</sup>
25.10.02	17.600	179
28.10.02	1.400	179
29.10.02	47.008	179
30.10.02	100	177
04.11.02	71.814	179
05.11.02	25.650	179

Etter siste erverv eier Orkla 38,6 % av Elkem.

Nordstjernen har siden midten av august gjort følgende kjøp:

Dato	Antall	Kurs
21.08.02	50.000	164,59
26.08.02	22.000	166
16.09.02	40.000	165
30.09.02	34.900	175,5
30.09.02	15.100	175,5
01.10.02	35.500	175,5
02.10.02	114.250	175,5
02.10.02	62.250	175,5
04.10.02	122.996	177

Nordstjernen solgte 23. oktober 2002 275.500 aksjer til Orkla til kurs 180, jf oversikt over Orkla handler ovenfor og omtale nedenfor. Nordstjernen eide 6. november 275.496 d.v.s ca 0,55 %.

Folketrygdfondet kjøpte til sammen 267.805 aksjer som er registrert på VPS den 4.oktober, 15.oktober, 16.oktober i tillegg til kjøpet fra Orkla.

DnB har i perioden etter Alcoas tilbud kjøpt aksjer i seks dager i perioden alle til kurs 177.

Både Folketrygdfondet og Storebrand har etter Alcoas tilbud hatt samtaler med Orklas konsernsjef, og/eller investeringsdirektør, Anders Berggren hvor Orkla har gjort sitt syn på Alcoas kjøp kjent. I samtale med Folketrygdfondet har det kommet frem at Orkla og Folketrygdfondet hadde nokså likeartede vurderinger av Alcoas bud, og at de gjenblivende Elkemaksjonærene ikke ville være tjent med at Alcoa kom i en majoritetsposisjon gjennom det begrensede tilbud som var fremsatt. At Orkla og Nordstjernen har kontakt følger bl.a. av at Orklas investeringsdirektør og Nordstjernens daglige leder er samme person, Anders Berggren.

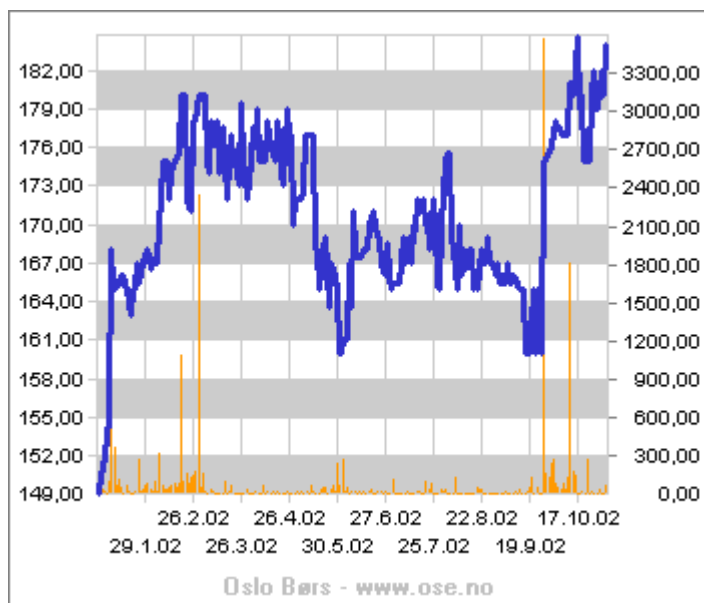
Kjøp og kjøpsordre fra i hovedsak Orkla, Nordstjernen og Folketrygdfondet har i stor grad bidratt til å holde aksjekursen høyere enn tidligere markedskurs, og enn Alcoas tilbud på kr 175. Alcoa mottok bare aksept for 113.000 aksjer, og eier etter tilbudet 46,5%.

Kursutviklingen så langt i år er illustrert nedenfor:

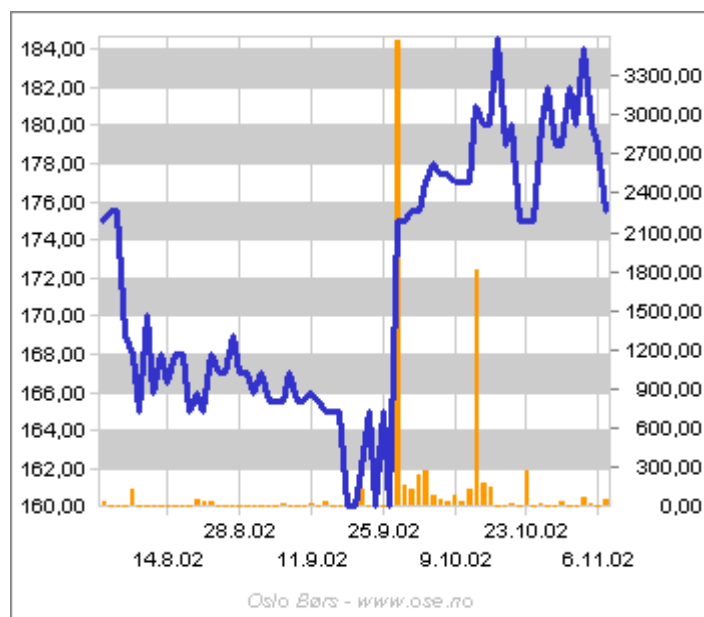
---

<sup>11</sup> Fra Nordstjernen

Tabellen viser kursutviklingen og volumer så langt i år:



Mer detaljert viser tabellen kursutviklingen og volum fra 1. august i år:



Da Oslo Børs ble kjent med at Orkla og Nordstjernen dersom de ble konsolidert hadde passert tilbudspliktgrensen i slutten av september, påbegynte børsen undersøkelser om det forelå grunnlag for konsolidering.

Den 14. oktober solgte imidlertid Orkla 1,5 mill aksjer til Folketrygdfondet slik at Orkla og Nordstjernen samlet hadde mindre enn 40 %. Orkla uttalte i sin børsmelding at salget var gjort for å ivareta Orklas samlede finansielle interesser i Elkem. Folketrygdfondet har

også begrunnet sitt kjøp med ivaretagelse av sine økonomiske interesser i Elkem så vel som fondets interesser i Orkla.

Da Nordstjernen og Orkla uttalte at de ville kunne kjøpe ytterligere aksjer fortsatte børsen disse undersøkelsene, men uttalte samtidig at noe vedtak om konsolidering ikke ville være aktuelt så lenge det samlede eie ikke kunne utløse tilbudsplikt. Samtidig påbegynte børsen undersøkelse av om det var grunnlag for å konsolidere Orkla med Folketrygdfondet som da eide 7,5 %. Folketrygdfondet har overfor Oslo Børs og i pressemelding 14. oktober opplyst at handelen var initiert av Folketrygdfondet. Alcoa har søkt, men tidligere ikke oppnådd styrerepresentasjon i Elkem. Styret i Elkem velges av bedriftsforsamlingen, som igjen velges av generalforsamlingen. Bedriftsforsamlingen består av 15 medlemmer hvorav to har tilknytning til Orkla, en til Folketrygdfondet, en til DnB, en til Storebrand, en til Alcoa, mens fire medlemmer er uten formell tilknytning til noen aksjonær. I tillegg er det fem medlemmer valgt av de ansatte. Alcoas representant i bedriftsforsamlingen, Rolf Busch har ved to anledninger foreslått at en representant utpekt av Alcoa til selskapets styre; i bedriftsforsamling høsten 2000 og våren 2001. I begge tilfeller fikk forslaget ikke tilslutning fra noen av de andre medlemmer i bedriftsforsamlingen.

EU-kommisjonen la i juni 2001 til grunn at Alcoa til tross for sin 35,2 % eierandel ikke hadde kontroll i Elkem. Bakgrunnen var Elkems konkurranserettslige notifikasjon av aksjeerverv som medførte overtagelse av kontroll i det svenske aluminiumsselskapet Sapa AB. Elkem fremmet sommeren 2002 et pliktig tilbud på de resterende aksjene i Sapa, og ble eier av 71.4% av aksjene i Sapa. I Elkems notifikasjon til kommisjonen av 21 mai 2001 heter det om Orklas rolle i selskapet:

"The second largest Elkem shareholder, Orkla, has held a stake of over 25% i Elkem since 1989. It has historically been and remains a very active shareholder and the current Chairman of Elkem's board is Orkla's managing director (and CEO elect). He holds his post in Elkem at Orkla's request. Orkla has considerable influence over other Elkem shareholders. This is demonstrated by the fact that Orkla employees held proxies for shareholders representing over 6% of Elkem's voting shares at the 10 May 2001 general meeting (ie Orkla had custody at that meeting of almost 39% of Elkem's issued voting shares). Orkla is also very influential within Elkem's board."

Alcoas leder Alain Belda beklager seg i åpent brev av 21 oktober 2002 til konsernsjef i Elkem, Ole Enger over Elkems og Engers rolle i Nordstjernen, og ber Enger fratrukket vervet og avvikle eierskapet i Nordstjernen. I tilsvarende brev til Orklas konsernsjef og styreformann i Elkem, Finn Jebsen mener han i tillegg at Elkems salg av egne aksjer til Orkla tidligere i år var i strid med kravene til corporate governance og var gjort på en måte som favoriserte Orkla i sin søken etter å opprettholde kontroll i Elkem. Om konsolideringss spørsmålet heter det i brevet til Finn Jebsen:

"We believe there has been concerted activity among Orkla, Nordstjernen Holding, and Folketrygdfondet, who jointly own over 40 % of Elkem. We will, of course, accept the decision of the Oslo Stock Exchange as to whether the affiliation among these parties triggers a legal obligation to launch a tender for Elkem shares. However, irrespective of this, the concerted activity has clearly been against the spirit of mandatory offer rules. Orkla, to act in accordance with its oft-repeated principle of fair treatment for shareholders, should have begun a tender offer for Elkem shares."

Etter brevet solgte Nordstjernen halvparten av sine aksjer i Elkem til Orkla til kurs 180.

Alle forespurte aksjonærer har overfor Oslo Børs gjort gjeldende at det ikke foreligger samarbeid som omfattes av konsolideringsbestemmelsen i § 1-4.



Det faktum som børsen har lagt til grunn bygger på offentlig tilgjengelige meldinger og referater fra samtaler og skriftlige svar på spørsmål med representanter for Orkla, Nordstjernen, Folketrygdfondet, Elkem og Storebrand, samt protokoller mv oversendt av disse av eget tiltak eller på forespørsel. I tillegg er det innhentet noe annen dokumentasjon, herunder fra Kredittilsynets- og Finansdepartementets tilrådning av 1999 og vedtak fra 2000 om konsolidering etter finansieringsvirksomhetslovens eierbegrensingsregler knyttet til blant annet Orkla og Nordstjernens aksjeeie i Storebrand.

### 3. Rettslig grunnlag for konsolidering

#### Hjemmelsgrunnlag

Det rettslige spørsmål er om Orkla og Folketrygdfondet (og/eller Orkla og Storebrand, og/eller Orkla og Nordstjernen, og/eller Orkla og DnB) skal pålegges tilbudsplikt overfor øvrige aksjonærer i Elkem jf vphl § 4-1 pga konsolidering i henhold til vphl § 4-5.

I henhold til vphl § 4-1 foreligger tilbudsplikt for "[d]en som gjennom erverv blir eier av mer enn 40 prosent av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs...".

I vphl § 4-5 heter det:

*"I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med aksjonærens egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-5." (Riktig henvisning er til § 1-4.)*

Vphl § 1-4 angir flere kategorier av "nærstående". Det aktuelle alternativ er i denne saken § 1-4 nr 5, som lyder:

*"Som noens nærstående menes  
(...)  
5. noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument."*

[----]

### 4. Børsens vurderinger

#### 4.1 Orkla og Folketrygdfondet

Børsens undersøkelser har ikke avdekket skriftlige eller muntlige avtaler mellom Orkla og Folketrygdfondet om anvendelse av aksjonærrettighetene i Elkem. Spørsmålet er om det samlet sett er holdepunkter som likevel tilsier at det finnes slik avtale.

I praksis har begge selskaper gjennom sine representanter i bedriftsforsamlingen bidratt ved to anledninger til at Alcoa til tross for betydelig eierandel ikke har fått styreplass i Elkem. Orkla og Folketrygdfondet har begge gjennom kjøp av aksjer i Elkem bidratt til å holde markedskursen høyere enn Alcoas begrensede tilbud. På denne måten har Alcoa nesten ikke fått tilslag på sitt begrensede tilbud og er derved holdt godt under et nivå hvor de kan påregne flertall på generalforsamlingen. Folketrygdfondet har også kjøpt en betydelig post av Orkla som har gjort det mulig for Orkla å fortsette å kjøpe aksjer uten å passere tilbudspliktgrensen. Aksjonærer har hatt samtaler hvor de har gjort rede for

sine interesser i selskapet i forhold til Alcoas bud. At de i slike sammenhenger har omtalt strategier og tiltak på en måte som i praksis – om ikke uttalt - legger grunnlag for en felles strategi i forhold til budet, er ikke usannsynlig.

Orkla og Folketrygdfondet har begge, og hver for seg gitt uttrykk for deres felles interesse i å hindre Alcoa i å ta kontroll i selskapet uten at de samtidig gis et godt tilbud på sine aksjer i Elkem. At de uten noen form for avtale velger samme strategi er på denne bakgrunn ikke unaturlig. Og selv om det skulle vært en muntlig, men forpliktende avtale om å forhindre Alcoas kontrollskifte – hvilket det altså ikke er funnet grunnlag for -, ville heller ikke det være tilstrekkelig til å konsolidere fordi samarbeidet i tilfelle ikke ville gjelde opptreden om bruk av aksjonærinnflytelse. Dette sammen med den likeartede opptreden overfor Alcoa i Elkems organer er heller ikke tilstrekkelig til å anse en stilletende avtale om kontroll i selskapet for å foreligge. Det er således ikke grunnlag for å konsolidere Orkla og Folketrygdfondet etter vphl §4-5 jf § 1-4.

#### 4.2. Orkla og Storebrand/DnB

Storebrand kapitalforvaltning er kontaktet eller har hatt kontakt med Orkla hvor Orkla har orientert om sitt syn på Alcoas bud. Det er som for Folketrygdfondet ikke grunnlag for å konsolidere med Orkla.

Heller ikke for DnB har børsen funnet grunnlag for konsolidering.

#### 4.3 Orkla og Nordstjernen

Siden Orkla og Nordstjernen ikke til sammen eier mer enn 40 % av aksjene i Elkem, er konsolideringsspørsmålet ikke aktuelt. Oslo Børs har varslet Nordstjernen og Orkla at det er omstendigheter som gjør at konsolideringsspørsmålet kan vurderes annerledes for eierskapet i Elkem enn de situasjoner som ble vurdert av Finansdepartementet i 2000 for så vidt gjaldt eierbegrensningsreglene i finansinstitusjonsloven og av børsen for så vidt gjaldt spørsmål om overtredelse av flaggeplikten i 1999. Både Orkla og Nordstjernen har bestridt at det er grunnlag for konsolidering. Børsen vil behandle dette spørsmålet først dersom situasjonen blir aktuell.

### 5. Avslutning

Børsens vurderinger bygger på de opplysninger børsen har hatt tilgjengelig eller har avdekket ved undersøkelser. Nye vesentlige omstendigheter vil imidlertid kunne føre til at saken må tas opp til vurdering igjen.

Aksjonærer i selskapet har adgang til å påklage børsens vedtak til børsklagenemnden etter reglene i børsforskriften kap. 26. Klagefristen er to uker.

## 6.5 MÅSELSKAPETS PLIKTER

### 6.5.1 DSND Inc. – (Forbud mot bruk av styrefullmakt) Anvendelsesområdet for børsloven § 5-15 utenlandsk selskap (brev av 06.11.02)

Det vises til Deres notat av 5. november 2002 oversendt Oslo Børs pr. email samme dag.

I notatet bes det om børsens vurdering av anvendelsesområdet for § 5-15 i lov av 17. november 2000 nr. 80 (børsloven). Selv om det ikke fremkommer direkte av notatet har vi forstått at spørsmålet har bakgrunn i styrevedtaket i DSND Inc. om å konvertere kortsiktige lån i Siem Industries Inc. store NOK USD 9,3 millioner til aksjer i DSND Inc. til

konverteringskurs NOK 15,00 som medfører utstedelse av 4.693.000 aksjer. Utstedelsen kan gjennomføres innenfor selskapets "authorised share capital".

Cal Dive International Inc. har tilbudt å kjøpe samtlige aksjer i DSND Inc. Om det forelå en overtakessituasjon på tidspunktet da styret i DSND Inc. vedtok kapitalforhøyelsen er ikke vurdert av børsen.

## 1. Wiersholm, Mellbye & Bech's anførsler

Wiersholm, Mellbye & Bech er av den oppfatning at børsloven § 5-15 bare kommer til anvendelse på norske selskaper. De har anført følgende til støtte for sitt syn.

- Bestemmelsens ordlyd tilsier at den kun gjelder for norske selskaper. For det første gjelder bestemmelsen etter sin ordlyd for "allmennaksjeselskaper". For det andre gjelder den vedtagelse av rettede emisjoner "på grunnlag av en fullmakt fra generalforsamlingen etter reglene i allmennaksjeloven § 10-14". Det andre av disse momentene veier etter vårt syn tyngre enn det første, fordi det klart viser hen til det norske aksjerettslige system, hvor myndigheten til å vedta kapitalforhøyelser i utgangspunktet ligger hos generalforsamlingen, men hvor styret – innenfor lovfestede tidsmessige og beløpsmessige maksimalrammer – kan gis en fullmakt til å vedta kapitalutvidelser.
- Bestemmelsen i § 5-15 passer naturlig i forhold til norske selskaper, fordi den klare hovedregel her er at det er generalforsamlingen som har myndighet til å vedta kapitalutvidelser, og hvor det ville fremstå som urimelig om en fullmakt ble benyttet til andre formål enn den var tenkt for. Det er mindre opplagt at regelen passer i forhold til selskaper fra f.eks. angloamerikanske jurisdiksjoner, hvor styret i utgangspunktet står fritt til å utstede aksjer innenfor rammen av "authorised share capital". I slike jurisdiksjoner er det praksis i de aller fleste tilfeller styret som beslutter å utstede aksjer. I motsetning til etter norsk rett, vil et krav om generalforsamlingsgodkjennelse derfor ikke medføre at man faller tilbake på hovedregelen for kapitalutvidelser, men at man må gjennomføre en prosedyre som etter selskaps hjemlandsrett er uvanlig og som bryter med alminnelige prinsipper om myndighetsfordeling mellom styret og generalforsamling. Videre vil det i slike jurisdiksjoner typisk kreves lenger varsel for å innkalle til en generalforsamlingen enn tilfellet er i norsk rett. Dette gjør det mer problematisk å oppstille et krav om generalforsamlingsgodkjennelse av utstedelse av aksjer, da selskapet i praksis kan bli avskåret fra nødvendig kapitaltilførsel. Skulle bestemmelsen gis anvendelse i forhold til utenlandske selskaper, burde derfor konsekvensene av dette vært utredet nærmere.
- Børsloven § 5-15 erstatter § 4-9 i den tidligere børsloven av 1988, som hadde en tilsvarende ordlyd. Det sies ikke noe direkte i forarbeidene til denne bestemmelsen om anvendelse på utenlandske selskaper. Forarbeidene gir imidlertid klar støtte for at bestemmelsen baserer seg på det norske aksjerettslige system mht. myndighet til å vedtak kapitalforhøyelser, jfr. NOU 1985:33 s. 117

*"Denne paragrafen bestemmer at et aksjeselskap som befinner seg i en overtakssituasjon, ikke kan foreta en rettet emisjon på grunnlag av en tidligere fullmakt gitt av generalforsamlingen, slik aksjelovens § 4-8 åpner adgang til. Foran i kap. 17.6 er det gjort nærmere rede for aksjelovens regler om emisjoner, de særlige forhold som gjør seg gjeldende ved rettede emisjoner og de vurderinger som ligger bak utvalgets utkast på dette punkt. Regelen innebærer ikke annet enn at det må innkalles til ny ekstraordinær generalforsamling som kan vedta den rettede emisjonen etter reglene i aksjelovens §§ 4-1 og 4-2, tredje ledd. En slik beslutning krever flertall*

som ved vedtektsendringer. Fristen for innkalling til generalforsamling er en uke, slik at det normalt ikke vil være noe problem rent tidsmessig å innkalle til generalforsamling.

*En regel som den foreslåtte, hindrer at en fullmakt som kan være gitt med en helt annen situasjon for øyet, blir benyttet som et ledd i en kamp om selskapet, uten at de tilstrekkelige flertall av aksjonærene ønsker dette."*

(Wiersholm, Mellbye & Bech's understrekning)

Omtrent de samme hensynene fremheves også i Ot. Prp. nr. 83 (1986-87)

Dette tilsier at bestemmelsen ikke bør gis anvendelse i forhold til utenlandske selskaper.

- Bestemmelsen ble tatt inn i børsloven som følge av et forslag fra Oslo Børs. I høringsuttalelsen var det foreslått å gi verdipapirhandelloven § 4-17 nr. 1 anvendelse også i forhold til frivillige tilbud. Konsekvensen av dette forslaget ville ha vært at utenlandske selskaper falt utenfor bestemmelsen. Årsaken til at departementet i stedet valgte å foreslå § 5-15 vedtatt som en selvstendig bestemmelse, var at departementet ikke anså at det var grunn til å revurdere det standpunkt som – i forbindelse med vedtagelsen av verdipapirhandelloven – ble inntatt mht. verdipapirhandelloven § 4-17s anvendelse på frivillige tilbud. Det er således ingenting i forarbeidene som tilsier at intensjon var å gi bestemmelsen anvendelse på utenlandske selskaper.
- Verdipapirhandellovens kap. 4 gjelder kun i forhold til norske selskaper. Et vesentlig element i begrunnelsen for denne begrensningen var at tilbudspliktsreglene er fastsatt på bakgrunn av norske aksjerettslige regler, og at de materielle selskapsrettslige regler kan variere fra land til land, se NOU 1996:2 s. 106. Tilsvarende hensyn gjør seg etter vårt syn også gjeldende i forhold til børsloven § 5-15. Det vil dessuten etter vårt syn gi dårlig sammenheng i regelverket om en løsrevet bestemmelse om overtagelsessituasjoner skulle gis anvendelse på utenlandske selskaper, når hele det øvrige norske regelverk for overtagelsessituasjoner kun gjelder norske selskaper.
- De argumenter som kan anføres for at børsloven § 5-15 bør tolkes utvidende, svekkes ved at tilsvarende argumenter kan anføres i forhold til samtlige regler i verdipapirhandelloven kap. 4. Lovgiver har likevel valgt å begrense dette kapitlet til norske selskaper.

## 2. Børsens vurdering

Wiersholm, Mellbye & Bech har bedt om børsens generelle vurdering av rekkevidden til børsloven § 5-15. Som nevnt innledningsvis har Oslo Børs ikke tatt stilling til om det faktisk forelå en overtagelsessituasjon da styret i DSND Inc. besluttet aksjeutstedelsen.

Oslo Børs har ikke tidligere vurdert rekkevidden av nevnte bestemmelse.

I børsloven § 5-15 første punktum står følgende:

*"Styret i et børsnotert allmennaksjeselskap som befinner seg i en overtagelsessituasjon, kan ikke foreta en rettet emisjon til en eller flere bestemt angitte personer eller foretak på grunnlag av en fullmakt fra generalforsamlingen etter reglene i allmennaksjeloven § 10-14, med mindre fullmakten går ut på dette."*

Ordlyden i børsloven § 5-15 tilsier at bestemmelsen kun kommer til anvendelse på norske børsnoterte selskaper. Utenlandske selskaper notert på norsk børs vil således ikke være underlagt denne regelen. Verken primær- eller sekundærnoteringsavtalene som utenlandske selskaper plikter å inngå ved notering på Oslo Børs, har bestemmelser som eksplisitt medfører endring til forannevnte.

Regelen i børsloven § 5-15 er i hovedsak en videreføring av § 4-9 i børsloven av 1988 som omhandlet "børsnotert aksjeselskap". Forarbeidene til børsloven tyder ikke på at det var ment å gi bestemmelsen et annet betydningsinnhold ved vedtakelsen av den nye loven. Forarbeidene til børsloven av 1988 får derfor direkte betydning som rettskilde for børsloven § 5-15.

Wiersholm, Mellbye & Bech har anført at forarbeidene til børsloven av 1988 gir klar støtte for at bestemmelsen baserer seg på det norske aksjerettslige system med hensyn til myndighet til å vedta kapitalforhøyelser. Børsen er ikke enig i at denne forståelsen uten videre kan legges til grunn. I 1985 da forarbeidene til børsloven av 1988 ble utarbeidet (NOU 1985:33), var det ytterst få utenlandske selskaper som var notert på Oslo Børs. Spørsmålet om det skulle gjelde forskjellige regler for henholdsvis norske og utenlandske børsnoterte selskaper med hensyn til å foreta rettede emisjoner i en overtakelsessituasjon basert på styrefullmakt, er således ikke behandlet i forarbeidene. Dette kan tyde på at lovgiver ikke hadde et bevisst forhold til problemstillingen. Siden regelen uten materielle endringer ble videreført i børsloven, har lovgiver neppe heller ved lovrevisjonen vurdert rekkevidden eller anvendelsesområdet for bestemmelsen. At regelen eksplisitt viser til allmennaksjeloven § 10-14 gir etter børsens mening ikke klare holdepunkter for det motsatte.

Hensynet bak børsloven § 5-15 er at en styrefullmakt som kan være gitt med en helt annen situasjon for øyet enn en overtakelsessituasjon ikke skal kunne benyttes som et ledd i kampen om selskapet. Av den grunn kan det synes unaturlig å skille mellom norske og utenlandske selskaper med hensyn til anvendelsesområdet for bestemmelsen så lenge styret besitter en alminnelig styrefullmakt til å utstede aksjer. Regelen er imidlertid inntatt for å forhindre "misbruk" av generelle styrefullmakter som generalforsamlingen har tildelt styret. I andre jurisdiksjoner hvor reglene for å utstede aksjer ikke samsvarer med prinsippene i norsk aksjeselskapsrett, er det ikke sikkert at direkte anvendelse av børsloven § 5-15 medfører et riktig eller fornuftlig resultat. Dette taler derfor mot en ubetinget utvidende tolking av "allmennaksjeselskaper" i børsloven § 5-15. Som Wiersholm, Mellbye & Bech har anført, vil styret i selskaper underlagt for eksempel angloamerikanske jurisdiksjoner ha en rett til fritt å utstede aksjer innenfor selskapets vedtatte "authorised share capital". Å kreve generalforsamlingsvedtak for utstedelse av aksjer i disse selskapene vil ofte stride mot den alminnelige myndighetsfordeling mellom selskapsorganene og påtvinge selskapet en unaturlig og ofte tungvint beslutningsprosess.

Det bemerkes også at verdipapirhandelloven kapittel 4 som er sentral i oppkjøpsituasjoner, kun gjelder norske børsnoterte selskaper. Begrunnelsen for dette er blant annet at selskapsrettslige regler i andre land kan fravike norsk selskapsrett (NOU 1996:2, s. 106), og at dette bør medføre fritak for norsk tilbudsplikt. Samme hensyn vil i stor grad gjøre seg gjeldende i forhold til børsloven § 5-15 som i stor grad knytter seg opp mot selskapsretten i hjemlandet til det børsnoterte selskapet hva angår tildeling og bruk av styrefullmakter. Å foreta en utvidende tolking av børsloven § 5-15 kan således gi dårlig sammenheng i regelverket ved overtakelsessituasjoner.

Basert på ovennevnte er børsen av den oppfatning at bestemmelsen kun bør få anvendelse for norske børsnoterte selskaper. Forarbeidene gir som nevnt få retningslinjer med hensyn til anvendelsesområdet for bestemmelsen, samtidig som bestemmelsen ikke nødvendigvis vil få den tilsiktede effekt for selskaper regulert under andre jurisdiksjoner med regelverk som ikke korresponderer med allmennaksjeloven med hensyn til tildeling og bruk av styrefullmakter.

### 3. Konklusjon

Oslo Børs er av den oppfatning at børsloven § 5-15 kun får anvendelse på norske børsnoterte selskaper.

Om selskapet i dette konkrete tilfellet har utvist godt skjønn med hensyn til corporate governance ved ikke å innhente samtykke eller informere aksjonærene før vedtakelsen av aksjeutstedelsen, har Oslo Børs ikke tatt stilling til.

## **7. MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER**

### **7.1.1 Norex Member Rules erstatter børsens handelsregler fra 27. mai 2002 (brev til medlemmene)**

#### NOREX MEMBER RULES

Norex børsene har utarbeidet en ny versjon av NOREX Member Rules, som vil tre i kraft den 27. mai 2002 samtidig med at Oslo Børs starter handel i SAXESS.

NOREX Member Rules trådte i kraft den 1. oktober 2001, og vi har mottatt positive tilbakemeldinger fra medlemmer ved de øvrige Norex børsene og andre som forholder seg til NOREX Member Rules. Ved implementeringen av handelssystemet SAXESS på Oslo Børs den 27. mai 2002, vil NOREX Member Rules være bindende for medlemmene på Oslo Børs. Når medlemmene på Oslo Børs begynner å handle i handelssystemet SAXESS, vil de handle aksjeinstrumenter og obligasjoner i samme handelssystem som medlemmene på Stockholmsbörsen, Københavns Fondbørs og Islands Fondbørs.

#### Tidligere regelverk og avtaler

NOREX Member Rules erstatter følgende regelverk og avtaler som gjaldt for handel på Oslo Børs:

- Standard Medlemsavtale for medlemmer ved Oslo Børs
- Handelsregler for egenkapitalinstrumenter ved Oslo Børs
- Handelsregler for obligasjoner ved Oslo Børs
- Regler for automatisk ordreformidling

NOREX Member Rules fastsetter de generelle betingelser for handel, vilkår for medlemskap og de særlige handelsregler for egenkapitalinstrumenter og obligasjoner. Fondsmeglerforbundene i de respektive NOREX landene har deltatt i diskusjoner og bidratt med viktige og nyttige kommentarer i utarbeidelsen av NOREX Member Rules og ved endringer.

NOREX Member Rules er et resultat av en harmonisering av de tidligere tilsvarende regler ved Norex børsene. Med noen få unntak er reglene i kapitlene 2-5 fullt ut harmonisert, og forskjellen er i hovedsak begrunnet i forskjeller i nasjonal lovgivning. På samme måte er de generelle regler i kapittel 6 harmonisert, men som følge av forskjeller i strukturen i obligasjonsmarkedene på den enkelte børs, er det egne regler for de enkelte sub-markedene.

#### Endringer og tilføyelser i NOREX Member Rules

Etter at versjon 1.0 av NOREX Member Rules trådte i kraft ved de øvrige Norex børsene, har det vært foretatt endringer og tilføyelser, i hovedsak som følge av videre diskusjoner med fondsmeglerforbundene, forbedringer og korrigeringer. De viktigste endringene er som følger:

OM Rentebørsen har fusjonert med Stockholmsbørsen og dette er hensyntatt i dagens regler

Klargjøringer og mindre endringer er foretatt i definisjonene

Varslingsprosedyren overfor medlemmene er endret

Det er foretatt endringer i beskrivelsen av de tekniske tilknytningen til handelssystemet

Bestemmelser om taushetsplikt og opplysningsplikt er endret som følge av krav fra tilsynsmyndighetene

Endringer er foretatt i enkelte av sub-markedene for obligasjoner

Stockholmsbørsen vil starte handelsdagen med en åpen åpningsauksjon

Stockholmsbørsen vil avslutte handelsdagen med en åpen stengingsauksjon

En oversikt over de spesifikke endringer fra versjon 1.1 til versjon 1.2 følger vedlagt.

Oppdaterte versjoner av NOREX Member Rules

NOREX Member Rules er et web basert regleverk. Det vil derfor til enhver tid være mulig å få enkel tilgang til hele Norex Member Rules. Siden midten av september 2001, har den engelske versjonen av NOREX Member Rules vært tilgjengelig på [www.norex.com](http://www.norex.com). Medlemmene ved Norex børsene vil få varsel ved endringer i regleverket, mens siste versjon av NOREX Member Rules vil være tilgjengelig på Norex' hjemmeside. De nasjonale oversettelser av NOREX Member Rules er for øvrig tilgjengelig på de respektive NOREX børsers hjemmesider:

Islands Fondbørs  
Københavns Fondbørs  
Stockholmsbørsen

[www.icex.is](http://www.icex.is)  
[www.xcse.dk](http://www.xcse.dk)  
[www.stockholmsborsen.se](http://www.stockholmsborsen.se)

Den norske oversettelsen vil være klar den 27. mai 2002, og vil da være tilgjengelig på [www.ose.no](http://www.ose.no).

Tiltredelse til NOREX Member Rules

De fleste av medlemmene ved Norex børsene, er medlemmer ved to eller flere Norex børser. Et medlem vil motta en NOREX medlemsavtale fra hver børs hvor det er medlem. Tiltredelse til NOREX Member Rules vedtas ved å signere NOREX medlemsavtalen som vil bli oversendt om få dager sammen med versjon 1.2 av NOREX Member Rules.

Det anmodes om at NOREX medlemsavtalen signeres og returneres til Oslo Børs innen utløpet av 24. juni 2002. Medlemmene vil imidlertid anses for å ha akseptert vilkårene og betingelsene i NOREX Member Rules ved å koble seg til Oslo Børs markeder i SAXESS produksjonssystem for handel.

### **7.1.2 Innføring av sluttauksjon på Oslo Børs (pressemelding av 14.01.03)**

Oslo Børs bedrer kvalitet på sluttkurs

For å forbedre avslutningsprosessen og bedre kvaliteten på sluttkursene for noterte aksjer og grunnfondsbevis, innfører Oslo Børs sluttauksjon på disse papirene fra fredag 14. februar. En god prosess rundt prisdannelsen i markedet er en forutsetning for å sikre investors tillit. Den nye måten å fastsette sluttkurs på gir rettferdighet, fordi de som handler oppnår samme kurs.

Innføring av sluttauksjon innebærer at sluttkursen i verdipapirene vil bli fastsatt på samme måte som åpningskursen, nemlig ved matching av kjøps- og salgsordrer i en auksjon etter at meglerne har lagt sine ordrer inn i børsens handelssystem. Tidspunktet for auksjonen blir fra 16.00 til 16.10. Børsen anser det for viktig at man ikke forkorter åpningstiden for ordinær handel, spesielt ikke i de 30 minuttene hvor det er felles åpningstid med det amerikanske aksjemarkedet.

Sluttkursen på et verdipapir har betydning i flere sammenhenger. For børsen utgjør den grunnlaget for sluttkursen i relevante indekser samt for statistiske og historiske data. For investor vil den ofte ha betydning for porteføljearvkastning og nettoverdier på fondsinvesteringer. Videre benyttes ofte sluttkurs som referanse for handleprisen ved større transaksjoner. Mange kunder ønsker å handle til sluttkurs i et verdipapir.

Siden man offentliggjør en ny offisiell sluttkurs etter klokken 16.00 vil dette påvirke indeksberegningene. Oslo Børs vil offentliggjøre indeksverdier som inkluderer resultatet av sluttauksjonen straks denne er gjennomført.

Derivatmarkedet vil som i dag stenge klokken 16.00. Det vil ikke være offisielle priser i de underliggende aksjene i perioden 16.00 til 16.10, noe som ville vanskeliggjøre prisingen av derivatene dersom derivatmarkedet også skulle stenge kl. 16.10. Av samme grunn blir det ikke sluttauksjon for warrants og tegningsretter. Dersom det ikke gjennomføres sluttauksjon i et verdipapir, vil siste omsatt kurs før auksjonens begynnelse bli stående.

Det følger av dagens retningslinjer at sluttkursene ikke skal flyttes mer enn 2% de siste 2 minuttene av handelsdagen. Denne praksisen har til tider fungert godt, men har også i en god del tilfeller medført betydelig justeringer av sluttkurser fra Oslo Børs' side. Det siste året har slike justeringer vært foretatt flere ganger i uken. Oslo Børs mener markedet i størst mulig grad bør fastsette sluttkursen i de enkelte verdipapir og at dette på en bedre måte kan gjøres ved sluttauksjon.

Spørsmålet har vært til høring hos Norges Fondsmeglerforbund, meglerforetakene og et utvalg institusjonelle investorer. Tilbakemeldingene har vært entydig positive.

### **7.1.3 Meldeplikt for tidligere meldt "Covered Cash Settled European Call Warrants" (telefaks av 06.09.02)**

Det vises til tidligere korrespondanse med Alfred Berg Norge ASA og advokatfirma Schjødt, i relasjon til meldeplikt og offentliggjøring av informasjon om inngått opsjon med kontantoppgjør med aksjer i Storebrand ASA som underliggende.

Alfred Berg motsatte seg offentliggjøring av informasjon om opsjonen, under henvisning til at det ikke forelå meldeplikt for den aktuelle opsjon med hjemmel i forskrift datert 20. januar 1999 nr. 26, og at nevnte forskrift stred mot EUs rådsdirektiv 93/22 art. 20. Videre varslet Alfred Berg, ved advokatfirmaet Schjødt, i brev datert 21. august 2002, at Oslo Børs ville holdes erstatningsansvarlig for ethvert tap Alfred Berg ble påført som følge av en eventuell offentliggjøring.

Oslo Børs har funnet det nødvendig å benytte noe tid på å vurdere de anførsler som er mottatt. Når det gjelder spørsmålet om den aktuelle forskrift er i strid med EØS retten har Oslo Børs hentet inn en uavhengig vurdering fra advokat Stephan Jervell i Wiersholm Mellbye & Bech. Hans betenkning følger vedlagt til informasjon. I henhold til betenkningen er det ikke i strid med EUs rådsdirektiv 93/22 art. 20 å opprettholde meldeplikten for verdipapirforetak hjemhørende i Norge. Oslo Børs konkluderer i tråd med betenkningen og den redegjørelse som ble gitt i brev fra Oslo Børs 20. august 2002, med at det foreligger meldeplikt for Alfred Berg Norge ASA, for den aktuelle opsjon.



Oslo Børs ber om at standard skjema for melding av opsjonen fylles ut og oversendes børsen umiddelbart og senest innen markedets åpning mandag 9. september 2002 kl. 10. Skjema kan hentes på [www.ose.no](http://www.ose.no) og oversendes per e-mail til [trading.office@ose.no](mailto:trading.office@ose.no) . Eventuelle spørsmål om utfylling av skjema kan rettes til derivatavdelingen ved Oslo Børs.

Oslo Børs vil så snart som mulig etter mottak av utfylt skjema offentliggjøre informasjonen på vanlig måte. Oslo Børs gjør oppmerksom på at pressen eller andre vil kunne stille spørsmål om den sene offentliggjøringen av transaksjonen. Oslo Børs vil i tilfelle opplyse at utsettelsen skyldes at Alfred Berg bestred det rettslige grunnlag for meldeplikten og Oslo Børs redegjørelse for denne, og at den ved nærmere gjennomgang bekreftet børsens vurdering.

#### **7.1.4 Verdipapirforetaks meldeplikt for OTC-derivater (se børssirkulære nr 1/2003, [www.ose.no](http://www.ose.no) )**

#### **7.1.5 Sletting av omsetninger – Nye regler i Norex Member Rules (se børssirkulære nr 2/2002, [www.ose.no](http://www.ose.no) )**

#### **7.1.6 Fearnley Fonds ASA (Børsklagenemndens sak 2/2002 av 18.09.02)**

Avgjørelse av 18. september 2002 av klage fra Fearnley Fonds ASA (Fearnley, klager, selskapet) over børsstyrets vedtak 19. juni 2002 om å ilegge selskapet overtredelsesgebyr stort NOK 750.000,- for brudd på børsforskriften av 17. januar 1994 § 13-3 annet ledd

### 1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Børsstyret fattet den 19. juni 2002 vedtak med slik konklusjon:

”Børsstyret vedtok å ilegge Fearnley Fonds ASA overtredelsesgebyr stort NOK 750.000, jf. børsforskriften § 25-8 for brudd på børsforskriften § 13-3 annet ledd.”

På vegne av Fearnley Fonds ASA påklaget Wikborg Rein & Co i brev 1. juli 2002 børsstyrets vedtak av 19. juni 2002.

Børsstyret behandlet klagen i møte 21. august 2002. Børsstyret fant ikke grunnlag for å omgjøre sitt eget vedtak av 19. juni 2002 og oversendte klagen til behandling i Børsklagenemnden, jf. børsforskriften § 26-3 første ledd og lov 10. februar 1967 om behandlingsmåten i forvaltningssaker (forvaltningsloven) § 33.

Klager har i brev av 29. august 2002 til Børsklagenemnden utdypet sin argumentasjon og kommentert børsstyrets protokoll fra møtet 21. august 2002.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 18. september 2002. Ved behandlingen og avgjørelsen deltok Bjørg Ven (leder), John Giverholt, Vibecke Groth, Hugo Matre og Kirsten Sandberg.

### 2. Kort om sakens bakgrunn

I protokollutskriften fra børsstyrets møte 19. juni 2002 heter det blant annet følgende om sakens bakgrunn:

”Børsens markedsovervåkingsavdeling foretok, etter anmodning fra en markedsaktør, nærmere undersøkelser av en rekke ordre lagt inn i

handelssystemet av Fearnley i perioden 31. august til 27. desember 2001. Ved gjennomgangen oppdaget markedsovervåkingen at Fearnley systematisk i 77 oppdagede tilfelle har innlagt små kjøpsordre som avviker betraktelig fra siste beste kjøper, i flere lite likvide aksjer. I henhold til opplysninger mottatt fra Fearnley er ordrene i 69 av de 77 oppdagede tilfellene innlagt av [Fondsforvaltningsselskapet]. De resterende 8 ordre er innlagt av [Forvaltningsselskap 2] i Tsakos Energy Navigation ("TEN"). Da [Fondsforvaltningsselskapet] står bak de aller fleste ordrene har børsen valgt å konsentrere undersøkelsene og denne saken om disse ordrene. I vedlegg 1 gis en oversikt over de ordre som danner grunnlag for denne saken. Disse ordre ligger gjennomsnittlig 19,5 % over siste beste kjøper. Ordrene lagt inn av Fearnley på vegne av [Fondsforvaltningsselskapet] er lagt inn ca. kl 15:30. De selskaper det gjelder er Bonheur ("BON"), Ganger Rolf ("GRO"), Odfjell B-aksjen ("ODFB"), Wilh. Wilhelmsen B-aksjen ("WWIB") og TEN. Totalt omfatter gjennomgangen 69 ordreinnleggelse i nevnte selskaper i perioden. I vedlegg 2 fremgår av tekniske grunner imidlertid også de 9 ordre som er innlagt av [Forvaltningsselskap 2] og ikke del av denne saken. Ordreinnleggelsene og avvikene er illustrert i utskrift fra overvåkningssystemet Smarts i vedlegg 2-6. Ordrene er gjennomgående svært små (se vedlegg 7); 66,5 % av ordrene er på en børspost (dvs ca NOK 10.000), 23 % er på to børsposter og resterende 10,5 % er på 3-5 børsposter. Ved få anledninger (5 av 69) har selger matchet [Fondsforvaltningsselskapets] kjøpsordre og handelen er blitt gjennomført (se vedlegg 7). For øvrig er alle ordrene bortfalt ved handelsdagens avslutning. [Fondsforvaltningsselskapet] hadde i perioden store eierandeler i de aktuelle selskaper i henhold til VPS utskrifter fra 8. august og 27 desember 2001 (se vedlegg 8)."

Kredittilsynet har i brev datert 17. april 2002 til [Fondsforvaltningsselskapet] besluttet å gi kritikk av [Fondsforvaltningsselskapets] ordreinnleggelse for overtredelse av prinsippene om god forretningsskikk jf verdipapirfondloven (vpfl) § 4-2 og brudd på kravene til organisering av virksomheten jf vpfl § 4-1.

### 3. Klagers anførsler

#### 3.1 Innledning

Klager anfører for det første at børsstyret har lagt til grunn feil rettsanvendelse ved tolkingen av børsforskriften § 13-3 annet ledd. Av denne bestemmelsen følger det at:

*"Børsmedlemmer må ikke medvirke til at det offentliggjøres offisielle kurser som ikke gir uttrykk for den aktuelle markedsverdi for de finansielle tjenestene."*

Etter klagers oppfatning representerer samtlige kurser som ble registrert av Fearnley for [Fondsforvaltningsselskapet] aktuell markedsverdi for aksjene og [Fondsforvaltningsselskapets] hensikt og hva megler burde visst om denne er således irrelevant. For det tilfelle at kundens hensikt og meglers eventuelle kjennskap til denne har betydning ved vurderingen etter børsforskriften § 13-3, anfører klager at megler må ha forsett med hensyn til en eventuell kursmanipulerende hensikt hos [Fondsforvaltningsselskapet] for at en skal kunne si at megler har overtrådt bestemmelsen i børsforskriften § 13-3.

Videre anfører klager at børsstyret har lagt til grunn feil faktum når det konkluderer med at [Fondsforvaltningsselskapets] subjektive hensikt og reelle motivasjon ikke var å handle aksjer, men å flytte kursnivået/påvirke de offisielle aksjekurser på børsen. Ifølge klager har børsen på dette punktet også brutt de saksbehandlingskrav som følger av forvaltningsloven § 17 med hensyn til sakens opplysning ved ikke på egen hånd å iverksette undersøkelser rundt faktum.

Atter subsidiært anføres det fra klagers side at overtredelsesgebyret er urimelig høyt og klart uforholdsmessig, bl.a. hensett til at "opphavsmannen til ordrene ([Fondsforvaltningsselskapet]) ikke har fått noen konsekvenser av forholdet og at Fearnleys megler hadde en rent passiv rolle i ordreformidlingen".

### 3.2 Feil rettsanvendelse – spørsmålet om det foreligger en overtredelse av børsforskriften § 13-3

Klager viser til at børsforskriften § 13-3 annet ledd forbyr et børsmedlem å medvirke til at det offentliggjøres kurser som fraviker fra "aktuell markedsverdi". Etter klagers oppfatning stred ikke de kurser som ble registrert av Fearnley for [Fondsforvaltningsselskapet] mot "aktuell markedsverdi" etter § 13-3 annet ledd.

Om den nærmere forståelsen av begrepet "aktuell markedsverdi i børsforskriften § 13-3 annet ledd uttaler klager blant annet:

" Etter vårt syn er beste registrerte kjøper- og selgerkurs et moment å ta utgangspunkt i når det skal vurderes om en ny ordre representerer aktuell markedsverdi. Man kan imidlertid ikke som børsen gjør legge til grunn at "beste registrerte kjøper" representerer en slik verdi. Langt mindre kan man i dette tilfellet hevde at beste registrerte kjøper representerte "aksjens etablerte kjøpernivå" eller "det nivået aksjer normalt ligger på" (slik børsen formulerer det), siden det også var registrert like stabile selgerkurser på et klart høyere nivå. Hvilket av disse nivåene skulle i så fall anses for å være "aksjens etablerte nivå"?

Børsen foretar her en uriktig bedømmelse i forhold til kravene i børsforskriften § 13-3. Det forskjellen mellom kjøper- og selgerkurser ("spreaden") direkte forteller er at den aktuelle markedsverdi for aksjen ligger et sted i mellom beste registrerte kjøper og beste registrerte selger. (...)

Etter vårt syn er det en nyhet, og sett fra en markedsmessig og rettslig synsvinkel høyst forbausende, når børsen legger til grunn at en kursregistrering innenfor en (mer eller mindre reell/etablert) spread ikke representerer aksjens "aktuell markedsverdi".

Det er ingen støtte i forarbeider, praksis eller juridisk teori for at en slik kursregistrering skal være i strid med børsloven § 5-1 og børsforskriften § 13-3 eller bestemmelser i den tidligere børsloven §§ 4-5 og 4-6."

Klager uttaler videre:

"Når aksjer er notert med stor spread kan man åpenbart spørre seg hva som mer eksakt er "aktuell markedsverdi". Kursbildet i TEN illustrerer problemene på en forbillig måte: De øvrige kjøperkurser lå gjennomgående mellom 70 og 55 kroner i perioden, mens selgerkursene lå mellom 120 og 110. Samtlige omsetninger (med et avvik vi har berørt i brevet av 22. mai) fra andre meglere skjedde til kurser langt over det børsstyret beskriver som "etablert kjøpernivå". I starten av perioden lå omsetningene opp mot 120 kroner, senere handlet man til rundt 100 kroner. At den eksakte aktuelle markedsverdi i dette tilfellet ikke var 70-55 kroner sier seg selv. Om man i stedet skal si at selgerkurs eller siste omsetningskurs er det beste eksakte verdianslag eller nøye seg med å konstatere at verdien må anslås med en viss margin (spreaden) kan sikkert diskuteres, men sett fra en rettslig synsvinkel synes det siste å være det korrekte. Uansett lar det seg ikke hevde at Fearnleys kursregistreringer ikke representerte aktuelle markedsverdier."

Klager går etter dette over til å drøfte betydningen av [Fondsforvaltningsselskapets] hensikter med kursinnleggelsen. Ifølge klager synes det som om børsstyrets bærende

synspunkt er at [Fondsforvaltningsselskapet] har hatt en "uakseptabel motivasjon for å legge inn ordrene" og at Fearnleys megler burde ha forstått dette. Klager uttaler i denne forbindelse:

"Børsen skriver på side 8-9 en del om forholdet mellom de subjektive skyldkrav etter bestemmelsen i vphl. § 2-6 og den delvis objektive vurderingen etter § 13-3. Børsens oppfatning synes å være at medvirkningsansvar for børsmedlemmet forutsetter at megler har brutt plikten til aktsomhet. Derimot synes børsen å mene at vurderingen av om en kurs representerer "aktuell markedsverdi" i utgangspunktet er "objektiv". Det følger dog av det ovenfor siterte at børsens konkrete rettsanvendelse i *denne saken* (der det er snakk om ordreinnleggelse innenfor spreaden) bygger på at det foreligger "subjektiv skyld" i form av en "manipuleringshensikt" hos [Fondsforvaltningsselskapet], som Fearnleys megler burde ha forstått at forelå. "

Etter klagers oppfatning rammes ikke en reell ordreinnleggelse innenfor en mer eller mindre etablert spread av børsforskriften § 13-3 annet ledd, uansett kundens eller meglers subjektive forhold. Det vises til at slike ordre ikke er i strid med "aktuell markedsverdi". Klager uttaler videre i denne forbindelse:

"Vi er ikke uenige med børsen i at børsmedlemmene ikke bør medvirke til kursmanipulering som kan være i strid med vphl. § 2-6. Reglene i børsforskriften § 13-3 (og børsloven § 5-1 jf tidligere lovs §§ 4-5 og 4-6 som bestemmelsen i § 13-3 er nært knyttet til), er imidlertid ikke ment for å fange opp slike forhold. Bestemmelsene er etter vårt syn også lite egnet til dette, siden de knytter seg til kursnivået og ikke til spørsmålet om kundens motiv for innleggelsen og meglers forståelse av dette motivet."

Selskapets vurdering på dette punkt utdypes ytterligere i brev av 29. august 2002 til Børsklagenemnden. Der heter det blant annet følgende:

" Slik tilsvaret lyder synes børsen å mene at det etter § 13-3 skal foretas en slags "totalvurdering" av mange faktorer. Man snakker om en "prisdannelsesmekanisme (som) består av mange faktorer" (side 1 og 2 i tilsvaret), og fokuserer på kundens motiv, volum, tidspunkt, gjentakelse og så videre. Det heter at det har vært "mulig og relevant å se hen til et slikt "etablert" nivå (for kjøperkurser) som et utgangspunkt for vurderingen", (se s 1-2), men det fremgår samtidig at børsens konklusjon særlig er "basert på de 6 punkter i systematikken" (side 3). Ut fra dette har børsen kommet frem til at [Fondsforvaltningsselskapet] hadde som sin hovedhensikt å påvirke kursen og at Fearnley burde ha forstått dette; megler opptrådte altså ikke "aktsomt nok" i forhold til det børsen ser på som sluttkursmanipulasjon fra [Fondsforvaltningsselskapet] (side 3).

Dette er imidlertid et annet tema enn det børsforskriften § 13-3 anviser. Det foreligger ingen rettskilder til støtte for å trekke inn ordregivers subjektive hensikt ved vurderingen av hvorvidt en ordre representerer "aktuell markedsverdi", og bestemmelsen pålegger ikke en diffus aktsomhetsplikt av den type børsen antyder."

Klager er enig med børsstyret i at en eventuell mistanke om at kunden har andre motiver enn det å kjøpe flere aksjer, bør foranledige videre undersøkelser. På den annen side stiller klager spørsmål ved hva en megler skal gjøre når hans undersøkelse viser at det er ingenting å si på kursen, som var lavere enn beste registrerte selger, lavere enn siste omsetningskurs og lavere enn det megler anser som underliggende verdi. Klager uttaler i denne forbindelse:

"Hvordan kan megler da si til sin kunde at kursen ikke representerer "aktuell markedsverdi" og nekte å formidle ordren med henvisning til § 13-3? Det er vel

og bra når børsen betoner børsmedlemmenes aktsomhetsplikt, men en slik plikt må knyttes opp til etterlevelsen av konkrete regler, og § 13-3 hjemler ingen tilleggsplikt til å stoppe ordreinnleggelse som reflekterer "aktuell markedsverdi", men som av andre grunner eventuelt kan være uønskede."

For det tilfelle at § 13-3 annet ledd i børsforskriften skal forstås slik at registreringer innenfor spreaden kan innebære brudd på bestemmelsen, såfremt kunden har påvirkningshensikt ("uakseptable motiver") og megler burde forstå dette, anfører klager at det ikke kan være nok å konstatere uaktsomhet hos megler. Klager uttaler i denne forbindelse:

"Uaktsom medvirkning til straffbare handlinger som fordrer hensikt eller forsett er generelt ikke straffebelagt i norsk rett. For å konstatere slikt medvirkningsansvar kreves som et minstemål kjennskap til hovedmannens hensikter eller forsett, og som hovedregel også den samme hensikt hos medvirkeren. Dette følger av det grunnleggende prinsipp om at medvirkeren skal bedømmes etter sitt eget forhold, jf Andenæs, Alminnelig strafferett 4. utg. s. 308-310.

Det er gjenstand for en viss juridisk debatt om vphl. § 2-6 krever at det foreligger kurspåvirkningshensikt. Dette går vi ikke inn på her, siden saken gjelder forståelsen av børsforskriften § 13-3 og mer presist børsens oppfatning at bestemmelsen medfører et særlig forbud mot at megler medvirker til registrering av kurser hvor det vesentlige motiv er å påvirke/manipulere kursbildet. Vi kan ikke se at det er rettskildemessig grunnlag for et annet skyldkrav for medvirkeransvar her enn ellers. Børsforskriften § 13-3 rammer mer enn meglers medvirkning til kursmanipulasjon, men når børsen legger avgjørende vekt på at hovedmotivet for kunden var å "flytte nivået for beste kjøper" og betegner det som en "uriktig justering av kursene" som Fearnley skal ha medvirket til, må de alminnelige prinsipper om medvirkningsansvar komme til anvendelse. Det kan i denne sammenheng ikke ha noen betydning at overtredelsesgebyr teknisk sett er en administrativ sanksjon og ikke en straff i straffelovens forstand, slik som ved overtredelse av § 2-6. Den media-omtale saken har fått illustrerer nettopp dette poenget, jf bl.a DN's oppslag av 20. juni 2002 der børsstyrets vedtak presenteres som at Fearnley har blitt "bøtelagt" for å ha "manipulert aksjekurser" ved handel på vegne av [Fondsforvaltningsselskapet]."

Det må således etter klagers syn kreves forsett fra meglers side med hensyn til kundens kursmanipulerende hensikt. Ifølge klager er slik kurspåvirkningshensikt hos kunden ikke dokumentert og det er uansett på det rene at Fearnleys megler ikke kjente til et slikt eventuelt motiv hos [Fondsforvaltningsselskapet]. Forsettskravet er således etter klagers oppfatning ikke oppfylt. I begrunnelsen for sitt syn på dette punkt skriver klager følgende:

"Som fremhevet i vårt brev av 22. mai hadde Fearnleys megler ikke kjennskap til [Fondsforvaltningsselskapets] motiver utover at han var opplyst at tidspunktet for innlegging var knyttet til [Fondsforvaltningsselskapets] interne rutiner med hensyn til oppfølging av fondenes portefølje.

(...)

I sitt vedtak konkluderer børsstyret med at Fearnleys megler "burde ha forstått" at [Fondsforvaltningsselskapets] primære hensikt var å påvirke kursbildet, og betegner dennes opptreden som "ytterst klanderverdig". Hva meglers "burde ha forstått" er etter vår vurdering ikke relevant i en sak som dette, jf ovenfor, men uansett fremstår konklusjonen som merkelig sett på bakgrunn av Kredittilsynets konklusjon som referert ovenfor. Når Kredittilsynet etter en utførlig undersøkelse vegrer seg for å konstatere at [Fondsforvaltningsselskapets] hensikt var å påvirke kursene, kan man knapt vente at Fearnleys megler uten videre burde ha skjønnet at dette faktisk var [Fondsforvaltningsselskapets] hensikt.

Fearnleys megler oppfattet det slik at [Fondsforvaltningsselskapet] hadde en reell kjøpsinteresse på de aktuelle nivåer i de aktuelle aksjer, uten å knytte dette til den interne fondsprisingen. Vi er enige i at en viss mistenksomhet kan være sunt i omgangen med medmennesker, herunder store profesjonelle kunder og institusjoner under offentlig tilsyn. Vi mener likevel at børsstyret går lenger enn det er grunnlag for når man på side 12 fremhever at en megler må være særlig aktsom overfor forvaltningsselskaper ut fra disses egeninteresse i kursnivået på verdsettelsestidspunktene. Vår og Fearnleys erfaring er at den norske forvaltningsbransjen opptrer seriøst.

Når det gjelder den etterfølgende større handel i ODFB fra [Fondsforvaltningsselskapets] side, som etter Fearnleys mening nettopp viser realiteten i [Fondsforvaltningsselskapets] større kjøpsinteresse i aksjene, er børsens kommentar at man ikke har funnet å kunne tillegge dette særlig vekt, samt at handelen ble foretatt etter at børsen hadde reagert mot de aktuelle ordreinnleggelsene. Dersom børsstyret med dette mener å antyde at denne handelen ble "fabrikkert" i anledning saken, er det grunn til å spørre om ikke mistenksomheten overfor forvaltningsselskapene er en tanke for stor.

Vi vil for ordens skyld bemerke at vårt synspunkt i brevet av 22. mai om at samtlige ordre fra [Fondsforvaltningsselskapet] var reelle, ikke knytter seg til at det ble foretatt kjøp på grunnlag av ordrene i fem tilfeller, slik børsen anfører på side 10. Vårt poeng er at samtlige ordre var rettslig forpliktende, og at de ble lagt inn i handelssystemet med god tid for enhver til å handle på dem. I relasjon til kursen var de klart mer reelle enn det lavere "etablerte kjøpervivå" børsen tar utgangspunkt i, og som besto av ordre det må ha fremstått som rimelig åpenbart for de fleste at ikke ville bli tatt ut av interesserte selgere.

(...)

Det er i dette konkrete tilfellet ikke riktig å vise til "mønsteret" eller "systematikken" i ordreinnleggelsen som et moment i vår klients ufordel. Meglers ordreinnleggelse er ikke et eksempel på en handling som er åpenbart grei når det skjer en gang, mer tvilsom når det skjer to ganger og enda mer tvilsom når det skjer tre eller flere ganger med jevne mellomrom. Vi mener at børsen på dette punktet tillegger "systematikken" helt feil betydning. Som fremhevet må meglers vurdering av kursens riktighet knytte seg til den enkelte ordre, hensett til bl.a. aktuelle og tidligere kursregistreringer i børsens system. Det forhold at kursen tilsvarte sluttkurs børsdagen før eller et par børsdager før (fordi kunden da lå inne med en lignende ordre som ble offisiell sluttkurs) innebærer at en ny tilsvarende registrering er mindre problematisk: Den endrer kursbildet i mindre grad enn den første ordreinnleggelsen i spredningen til over "etablert kjøpervivå". I mellomtiden hadde det dels også skjedd omsetninger på høyere kurser, som ytterligere forsterket bildet av at "etablert kjøpervivå" var en urealistisk lav kurs. At kunden kom tilbake med samme kurs for en ny ordre, indikerte også reell akkumulasjonsinteresse hos kunden."

Klager konkluderer således med at megler ikke hadde forsett med hensyn til en eventuell kurspåvirkningshensikt hos [Fondsforvaltningsselskapet]. I tilknytning til det mønster/den systematikk i ordreinnleggelsen som børsen mener å ha avdekket uttaler klager videre at børsstyret har tatt feil når denne systematikken er fremhevet som et moment i skjerpene retning. Klager uttaler i denne forbindelse blant annet:

"Børsen fremhever som et moment i skjerpene retning på side 13 at registreringene i denne saken har "pågått over en lengre periode og på en måte som er vanskelig å oppdage". Dette er etter vårt syn å stille saken på hodet. Det er ikke slik at saken viser en særlig "underfundig" måte å påvirke børsens kursbilde som børsen bare med betydelig kløkt og anstrengelse kunne oppdage. Kursinnleggelsen foregikk i full åpenhet uten at børsen grep inn eller stilte spørsmål. I denne perioden lå omsetningskursene i de aktuelle aksjer over

kursene på [Fondsforvaltningsselskapets] ordre; de fleste omsetninger har skjedd til beste registrerte selgerkurs eller tilnærmet denne. Vi kjenner ikke grunnen til at børsen ikke ble oppmerksom på forholdet, men vil anta en sentral faktor var at overvåkningssystemene ikke var programmert med tanke på at slike registreringer innenfor spreaden skulle representere et manipulasjonsproblem. Dette illustrerer et sentralt poeng i saken, nemlig at det verken på børsen eller i markedet generelt har vært fokusert på innleggelse av ordre innenfor spreaden som et problematisk og mulig rettsstridig forhold (utover de særlige forhold som gjelder innleggelse umiddelbart før børsens stengetid). En slik "krymping" av spreaden har tvert imot vært et ønsket scenario."

Klager påpeker at det i første rekke må være børsens ansvar å ivareta kravene til forsvarlig kursnotering, jf børsloven § 5-1. Også børsmedlemmene har et ansvar, men deres primære oppgave må være å tilføre børsen likviditet ved å formidle kunders ordre til markedet. Klager oppfatter børsens vedtak i denne saken som en klar skjerpelse av pliktene for børsmedlemmene i forhold til kursnoteringsfunksjonene, en skjerpelse det hevdes ikke å være dekning for, verken i børsforskriften eller børsloven og dens forarbeider eller i andre rettskilder.

### 3.2 Spørsmål om børsstyret har lagt til grunn feil fakta og om det foreligger saksbehandlingsfeil

Fearnley anfører som nevnt innledningsvis også at børsstyret har lagt til grunn feil faktum når det konkluderer med at [Fondsforvaltningsselskapets] subjektive hensikt og reelle motivasjon ikke var å handle aksjer, men å flytte kursnivået/påvirke de offisielle aksjekurser på børsen. Videre anfører selskapet at børsen på dette punkt også har brutt de saksbehandlingskrav som følger av forvaltningsloven § 17 med hensyn til sakens opplysning. Disse anførselene er omtalt i klagen og er ytterligere utdypet i brevet til børsklagenemnden av 29. august 2002. Der heter det blant annet følgende:

"At børsen har lagt stor vekt (avgjørende vekt, slik vi tolker det) på at [Fondsforvaltningsselskapets] hovedhensikt var å manipulere kursen (og at dette er noe Fearnleys megler burde ha forstått) innebærer at [Fondsforvaltningsselskapets] hensikter er et sentralt rettsfakta ved bedømmelsen etter § 13-3. Dette har avgjørende betydning for om det foreligger feil faktum og saksbehandlingsfeil.

Man kan neppe si at [Fondsforvaltningsselskapets] hensikter med de aktuelle ordreinnleggelse i fjor høst er endelig avklart. Siden Kredittilsynet har avsluttet saken uten oversendelse til Økokrim kan ytterligere rettslig avklaring ikke ventes. Vår anførsel om feil faktum knytter seg til at Kredittilsynet ikke har konstatert slik hensikt hos [Fondsforvaltningsselskapet], og at børsen da må legge dette til grunn i sin bedømmelse. Dette gjelder særlig siden børsen ikke selv har undersøkt saken.

Vi vil fastholde at børsens saksbehandling har vært mangelfull på dette punktet. Det kan ha sammenheng med at børsen ettersom saken har utviklet seg i slutfasen i sterkere grad har valgt å vektlegge de subjektive elementer, men dette er kun en forklaring og ingen juridisk holdbar unnskyldning. Vi er ikke overbevist av børsens argumentasjon på side 4-5 i protokollen, der man i annet avsnitt gjentar børsen at fremgangsmåten til [Fondsforvaltningsselskapet] "var egnet til å påvirke kursene i markedet" og fremholder så at det "etter børsens gjennomgang av de faktiske forhold (..) er påvist at [Fondsforvaltningsselskapets] kjøpsordre ble offentliggjort og dermed medførte en påvirkning av kursbildet". Denne konklusjonen er åpenbar og uomtvistet, om man med "påvirkning" mener at sluttkursen ble en annen enn den ellers ville ha blitt. Et helt annet spørsmål er imidlertid om kursen stred mot "aktuell markedsverdi" (se ovenfor) og (som et

tema i den forbindelse) om [Fondsforvaltningsselskapets] motiv/hensikt faktisk var å påvirke sluttkursene.

Når det gjelder det siste faktaspørsmålet har ikke børsen vist til noen dokumentasjon som gir grunnlag for en annen konklusjon enn Kredittilsynet. Børsens tilbakevisning av vår anførsel om saksbehandlingsfeil begrenser seg til å fremheve at

"... børsen har hatt tilgang til det referat som foreligger fra Kredittilsynets møte med den aktuelle megler i [Fondsforvaltningsselskapet] den 11. januar 2002, se vedlegg 20 til Vedtaket. Børsen har i vedtaket lagt til grunn at [Fondsforvaltningsselskapets] hovedhensikt var å flytte kursen for "beste kjøper" for de aktuelle selskaper. På grunn av sakens faktiske sider, inkludert Kredittilsynets brev av 17. april d.å. og møtereferatet av 11. januar d.å., fant børsen det mest sannsynlig at dette var [Fondsforvaltningsselskapets] hensikt. Børsstyret var på tidspunktet for vedtaket vel vitende om at [Fondsforvaltningsselskapet] ikke deler denne oppfatning, men fant ikke å kunne tillegge [Fondsforvaltningsselskapets] forklaring på dette punktet særlig vekt. Gjentatte bekreftelser av [Fondsforvaltningsselskapets] syn på saken ble ikke ansett nødvendig for avgjørelsen".

Vi kan ikke se at det kortfattede avhøret av [Fondsforvaltningsselskapets] forvalter gir noen holdepunkter for å konstatere en slik hovedhensikt; de opplysninger som gis taler snarere for motsatt konklusjon. Når det gjelder Kredittilsynets brev av 17. april d.å. er forholdet at Kredittilsynet, dersom man fant det sannsynlig at [Fondsforvaltningsselskapets] hovedhensikt var å manipulere sluttkurs og dermed verdien på egne fond, åpenbart måtte følge opp saken med en oversendelse til Økokrim og sannsynligvis også tiltak mot selskapet/dets ledelse etter verdipapirfondsloven, jf også ovenfor om praksis for oversendelse av saker til Økokrim.

(...)

Som påpekt i klagen startet denne saken med mistanke om kursmanipulasjon fra [Fondsforvaltningsselskapet], og saken ble undersøkt av Kredittilsynet for dette formål. I den anledning skrev [Fondsforvaltningsselskapet] to brev til Kredittilsynet og disse parter avholdt også møte. Denne undersøkelsen munnet så ut i Kredittilsynets avsluttende brev, der man ikke engang gir uttrykk for mistanke om slike subjektive hensikter, men begrenser sin kritikk til objektive forhold som nevnt i klagen. Disse brev og møtereferater m.m. inngår ikke i sakspapirene til børsens vedtak, og vi forstår av protokollen at børsen heller ikke har gjort seg kjent med dem, Kredittilsynets eventuelle interne notater og vurderinger eller det nærmere innholdet i [Fondsforvaltningsselskapets] forklaringer. Etter vårt syn er dette ikke forsvarlig saksbehandling fra børsens side.

I tilsvaret antyder børsen (mellom linjene) at forskjellen i konklusjon kan skyldes at strengere strafferettslige beviskrav er lagt til grunn, men som påpekt er det ingen holdepunkter i Kredittilsynets brev for dette. Det ville være i strid med Kredittilsynets praksis med hensyn til oversendelse til Økokrim. At børsen ut fra det man har sett mener at det er sannsynlighetsovervekt for at [Fondsforvaltningsselskapets] hovedhensikt var å manipulere sluttkurs endrer ikke på dette – vår kritikk gjelder saksbehandlingen som munnet ut i denne konklusjonen.

Vi vil derfor opprettholde vår anførsel om ugyldighet som følge av saksbehandlingsfeil.

At det anførte subjektivt klanderverdige forhold (slik børsen dels fremstiller det) kun inngår som et moment i en "totalvurdering" spiller ingen rolle; også de



rettsfakta som er sentrale i slike vurderinger må undersøkes på en forsvarlig måte.”

### 3.2 Sanksjonsspørsmålet

For det tilfelle at børsklagenemnden skulle finne å slutte seg til børsstyrets vurdering av at det foreligger en overtredelse av børsforskriften § 13-3 annet ledd og at det ikke foreligger saksbehandlingsfeil som medfører at børsstyrets vedtak er ugyldig, anføres det fra klagers side at overtredelsesgebyret er urimelig høyt og klart uforholdsmessig, blant annet hensett til at opphavsmannen til ordrene ([Fondsforvaltningsselskapet]) ikke har fått noen konsekvenser av forholdet og at Fearnleys megler hadde en rent passiv rolle i ordreformidlingen. Etter klagers oppfatning må det være en viss proporsjonalitet i tilsynsmyndighetenes og børsens reaksjoner overfor det man oppfatter som prismanipulasjon, uten hensyn til at hjemmelsgrunnlaget er forskjellig.

## 4. Børsstyrets vurderinger

### 4.1 Børsstyrets vurdering av om det foreligger en overtredelse av børsforskriften §13-3 annet ledd

Børsstyret har tatt utgangspunkt i at både børsforskriften § 13-3 og handelsreglene er gitt med hjemmel i børsloven § 5-1 første og tredje ledd hvor det er fastsatt at:

*“Børsvirksomhet skal drives med tilbørlig hensyn til prinsipper om effektivitet, nøytralitet og likebehandling av aktører samt for å sikre at markedet har god gjennomsiktighet og at kursnoteringen gjenspeiler de noterte instrumentenes markedsverdi.*

*(...)*

*Til utfylling av denne lov med forskrifter skal børsen fastsette regler og forretningsvilkår om opptak til børsnotering, kursnotering, samt om rettigheter og plikter for utsteder av børsnoterte finansielle instrumenter og børsmedlemmer.”*

Børsforskriften § 13-3 annet ledd lyder:

*“Børsmedlemmer må ikke medvirke til at det offentliggjøres offisielle kurser som ikke gir uttrykk for den aktuelle markedsverdi for de finansielle instrumentene.”*

De relevante deler av handelsreglene kapittel 3 fremgår innledningsvis i kapittelet og børsstyret viser til følgende bestemmelse:

*“Børsmedlemmet, eller dets representanter, skal ikke medvirke til at det offentliggjøres kurser som ikke gir uttrykk for den aktuelle markedsverdien for egenkapitalinstrumentene.(...)”*

*Børsmedlemmet er ansvarlig for alle ordre og avtalte omsetninger som er registrert gjennom en av børsmedlemmets tilknytninger til handelssystemet.”*

Etter børsstyrets oppfatning er det sentrale spørsmålet i saken om megleren har “medvirket” til at det er offentliggjort kurser som ikke gir uttrykk for “aktuell markedsverdi” jf. børsforskriften § 13-3 og handelsreglene kapittel 3.

Børsstyret presiserer innledningsvis at uttrykket “aktuell markedsverdi” ikke henspeiler på reelle underliggende verdier, men på den verdi som løpende oppstår i børsens handelssystemer. Om den nærmere vurderingen av “aktuell markedsverdi” skriver børsstyret blant annet følgende:

*“Oslo Børs’ aksjemarked er ordredrevet og aktuell markedsverdi oppstår under den handel og ordreinnleggelse som løpende skjer i børsens handelssystem.*

Kursfastsettelsen skjer ved at ordre legges inn i børsens handelssystem og at det oppstår handler der. (...)

På grunnlag av ovennevnte vil en aksjes "aktuelle markedsverdi" fremkomme som et sammensatt bilde bestående av de elementer fra kursnoteringen som løpende offentliggjøres av børsen. Dette kursbildet består av rapporterte handler, kjøper- og selgerordre, samt dybden i ordreboken på hver side. Kursbildet oppdateres hver gang det skjer endringer i noen av de nevnte elementer. Det forutsettes imidlertid at de ordre som legges inn i handelssystemet ikke er i strid med f eks bf § 13-3 annet ledds krav til "aktuell markedsverdi". Dersom det foreligger slik strid skal børsmedlemmet hindre at ordren legges inn, dersom han burde oppdaget det, eller Oslo Børs kan nekte å godkjenne ordreinnleggelsen dersom forholdet oppdages umiddelbart. Dersom en ordre rent faktisk er lagt inn i handelssystemet i strid med kravet i § 13-3, medfører ikke det at ordren må anses å gi uttrykk for "aktuell markedsverdi".

Når det gjelder aksjer med lav likviditet, hvor det kan gå dager mellom hver handel, vil beste kjøps- og salgsordre ved handelsdagens avslutning ofte være den beste og eneste indikasjonen på verdsettelsen av selskapet. (...)

Dersom en kjøpsordre som avviker fra aksjens etablerte kjøpsnivå etter en helhetsvurdering, ikke er motivert av kjøperens reell kjøpsinteresse, men f eks en interesse i å forskyve kursbilde vil ordren raskt måtte anses å ikke gi uttrykk for "aktuell markedsverdi". (.....) Om en kjøpskurs avviker eller ikke må avgjøres utfra en helhetsvurdering. (...)

Etter børsstyrets oppfatning har en slik forståelse støtte i forarbeidene til den gamle børsloven av 1988. Styret viser til at også denne loven stilte krav om "aktuell markedsverdi" i § 4-5, og ga børsen adgang til å nekte godkjenning av kursfastsettelse som var i strid med med dette kravet jf § 4-6. Den nye børsloven tilsiktet ifølge børsstyret ikke en endring av kravet til aktuell markedsverdi, og forarbeider og andre rettskilder relatert til den gamle børsloven er dermed av betydning for tolkningen av det samme begrepet i den nye børsloven. Børsstyret uttaler videre i denne forbindelse:

" I NOU 1985:33 om verdipapirbørs (børsloven) omtales aktuell markedsverdi i relasjon til den gamle børslovens §§ 4-5 og 4-6. På s. 113 heter det:

"I annet ledd bestemmes at kursen skal gi uttrykk for den aktuelle markedsverdi. Bestemmelsen er i overensstemmelse med gjeldende lovs § 12, annet ledd. Det uttales i forarbeidene om denne bestemmelsen bl.a. at det er et hovedprinsipp at kurs- og prisnoteringene skal gi et korrekt uttrykk for markedets stilling (Innst. s. 20). Nå vil den aktuelle markedsverdi i første rekke være nettopp den som kommer til uttrykk ved kursnoteringene. Men det kan tenkes tilfelle hvor kjøps- eller salgstilbud er sterkt avvikende fra kursene dagen før, og at de åpenbart er uten basis i den reelle markedsverdi (vår utheving). Noteringslederene vil da kunne gripe inn etter utkastets § 4-6, annet ledd."

Tilsvarende kommer til uttrykk i Ot prp nr 83 (1986-87) om lov om verdipapirbørs på side 104 i merknaden til § 4-5. Finanskomiteén sluttet seg til proposisjonen uten merknader, jf Innst. O. Nr. 90 (1987-88) på side 20 og 27.

Når det gjelder § 4-6 i den gamle børsloven av 1988, som direkte gjaldt børsens adgang til å gripe inn i ordre eller handler, sies følgende i NOU 1985:33 om lov om verdipapirbørs på s. 114:

"Noteringslederen kan videre med endelig virkning beslutte at en kursfastsettelse som ikke fyller vilkårene etter § 4-5, annet ledd, dvs. ikke

gir uttrykk for den aktuelle markedsverdi, ikke skal godtas. Rent praktisk kan dette innebære at kursfastsettelse med uholdbart stor differanse mellom tilbud og etterspørsel underkjennes da slik pris vil være misledende overfor investorene. Tilsvarende vil handel med små poster som tar sikte på å etablere et kursnivå på tvers av markedsforholdene kunne underkjennes. I den grad slik handel fra børsrepresentantene avdekkes av noteringsleder, er det naturlig at børsmedlem og/eller Verdipapirkontrollen underrettes, jf § 3-3."

Det samme er fulgt opp i Ot. prp. nr. 83 (1986-87) og Innst. O. nr. 90 (1987-88)."

Ytterligere støtte for sitt syn på dette punkt mener børsstyret å finne i en uttalelse av Knut Bergo i *Børs og verdipapirrett* (1998). Børsstyret skriver i denne forbindelse:

"Bergo omtaler forholdet mellom bestemmelsen om "markedsriktige kurser" og bestemmelsen i vphl § 2-6 på side 208, der han nevner følgende eksempel på overtredelse av børsens regelverk:

"Det forekommer nok at man "kjører kurser" eller på annen måte søker å skape et kursbilde som ikke har grunnlag i de faktiske realiteter, bl a ved å omsette småposter eller legge inn kjøps- eller salgsordrer straks før børsens stengtids tid til helt andre kurser enn verdipapirene før har vært omsatt for. Såkalt "window-dressing", hvor det gjøres små handler til avvikende kurser i forbindelse med regnskapsavslutninger og andre skjæringstidspunkter, er en side av dette.

Å avgjøre om en kurs er "riktig" eller ikke kan noen ganger være temmelig vanskelig, se også nedenfor. Bestemmelsen i § 4-5 er imidlertid objektiv i den forstand at børsen ikke behøver å bekymre seg med om børsmedlemmene hadde uredelige motiver med en handel til en kurs børsen oppfatter som avvikende og uriktig. Motsatt stillingen etter vphl. § 2-6 (se nedenfor). Mener Børsen at en kursfastsettelse ikke tilfredsstiller kravene i § 4-5, kan børsen beslutte at den ikke skal legges til grunn som "offisiell børskurs" (sluttkurs), jf børsl § 4-6 (1) tredje punktum."

Børsstyret legger således til grunn at selv om en ordre innenfor spread normalt vil være uproblematisk i forhold til kravet om aktuell markedsverdi kan det "imidlertid ikke på prinsipielt grunnlag fastslås, slik Fearnley gjør, at ordre innenfor spread per definisjon representerer "aktuell markedsverdi"."

Børsstyret påpeker videre at kravet om at handler/ordre skal representere aktuell markedsverdi er spesielt viktige når man nærmer seg avslutning av handelsdagen. Det vises til at det er svært viktig at det ikke legges inn ordre mot slutten av dagen som avviker fra det kursbilde aksjen har hatt gjennom handelsdagen da sluttkurs tilsvarer siste offisielle omsetning i aksjen.

Etter børsstyrets oppfatning har kundens hensikt og meglers eventuelle kjennskap til denne relevans for vurderingen av om bestemmelsen i børsforskriften § 13-3 annet ledd er overtrådt. Styret uttaler i denne forbindelse blant annet:

"Børsen (som Fearnley) legger til grunn at kravet om "medvirkning" i bf § 13-3 annet ledd bygger på at det må innfortolkes en aktsomhetsplikt for børsmedlemmet i relasjon til kontroll av den enkelte ordre. Alle reelle hensyn tilsier at kravet om "medvirkning" bygger på en aktsomhetsnorm. Bestemmelsen medfører altså en plikt for børsmedlemmet til aktsomt å kontrollere alle ordre før de legges inn i handelssystemet. I relasjon til de synspunkter som er fremmet av Fearnley i brev datert 22. mai 2002 presiseres det at et børsmedlem ikke er eller

skal være en passiv/teknisk videreformidler av mottatte ordre i handelssystemet. Dersom børsmedlemmet passivt videreformidler en ordre uten å foreta en aktsom vurdering av hvorvidt ordren representerer "aktuell markedsverdi", foreligger brudd på § 13-3 annet ledd dersom det i ettertid viser seg at ordren ikke representerte aktuell markedsverdi."

Med hensyn til den konkrete vurdering av om Fearnleys innleggelse av de aktuelle ordrene for [Fondsforvaltningsselskapet] strider med børsforskriften § 13-3 annet ledd uttaler børsstyret blant annet følgende:

"Børsen mener at systematikken som preger de aktuelle ordreinnleggelsene er av vesentlig betydning ved vurderingen av om det foreligger brudd på bf § 13-3 annet ledd. Fearnley mener tilsynelatende i henhold til brev datert 22. mai 2002 at hver ordre må vurderes isolert. I dette tilfellet er det imidlertid nettopp ordrenes systematiske preg som medfører at det foreligger et klart brudd på bf § 13-3 annet ledd og at megler burde forstått dette. De relevante fellestrekk for de 69 ordrene i denne saken kan sammenfattes i 6 punkter:

1. Små ordre (i hovedsak en børspost) i selskapet hvor [Fondsforvaltningsselskapet] fra før har store eierandeler
2. Lagt inn kl 15:30
3. Varighet ut dagen
4. Kursen avviker betraktelig fra siste beste kjøper (i gjennomsnitt 19,5 %)
5. Samme megler og samme person hos [Fondsforvaltningsselskapet]
6. Lite likvide aksjer

Det særegne ved denne saken er at Fearnley, på vegne av [Fondsforvaltningsselskapet] systematisk har lagt inn 69 kjøpsordre som fyller de kriterier det er vist til ovenfor over en periode på ca tre måneder.

Fearnley anfører i brev datert 22. mai 2002 at hver ordre må ses isolert i fra de øvrige ordre i vurderingen av hvorvidt de er lagt inn til "aktuell markedsverdi" jf bf § 13-3 annet ledd. Fearnley hevder ordrene isolert sett er "reelle", tilsynelatende fordi [Fondsforvaltningsselskapet] i 5 av 69 tilfelle gjennomførte kjøp i henhold til ordreinnleggelse og at det etter deres oppfatning beviser [Fondsforvaltningsselskapets] intensjon om kjøp i henhold til ordre. Videre viser Fearnley til at den kjøpskurs [Fondsforvaltningsselskapets] ordre var lagt inn til lå nærmere beste selger og dermed var mer sannsynlig enn øvrige kjøpskurser i handelssystemet.

Etter børsens oppfatning er det selve systematikken i de aktuelle ordreinnleggelsene som medfører at Fearnley måtte forstå at [Fondsforvaltningsselskapets] reelle motivasjon med ordreinnleggelsene ikke var å handle de aksjer ordrene representerte. Når hovedformålet er et annet, f.eks å påvirke de offisielle aksjekursene, er det av mindre betydning for kunden at ordren faktisk fører til en handel. I dette tilfelle er de økonomiske konsekvensene for [Fondsforvaltningsselskapet] ubetydelige pga ordrenes størrelse. Dette fremstår mer som en konsekvens av den metode som er benyttet for å påvirke den aktuelle aksjes kurs. En ordre kan således være "reell" i den forstand at en handel blir gjennomført dersom noen matcher ordren, uten at motivet bak ordren er interessen for de aktuelle aksjer. Dersom en ordre påvirker aksjens kursbilde vesentlig og motivasjonen bak ordreinnleggelsen var nettopp å flytte kursnivået representerer ikke ordren "aktuell markedsverdi" i bf § 13-3 annet ledd.

I dette tilfellet avvek de aktuelle kjøpsordre i snitt 19,5 % fra siste beste kjøper. Av kursbilde (vedlegg 2-6) ser man at disse ordre avviker vesentlig fra det nivå som aksjen ganske stabilt ligger på for øvrig. [Fondsforvaltningsselskapets] ordreinnleggelse har rent faktisk påvirket de offentliggjorte kjøpsordre for de

aktuelle aksjer, da de er blitt stående i handelssystemet som "beste kjøper" ved handelsdagens avslutning.

Fearnley har i brev av 22. mai 2002 vist til at megleren ikke hadde grunn til å tro at den enkelte ordre isolert sett ikke representerte en reell kjøpsinteresse hos [Fondsforvaltningsselskapet]. Fearnley har vist til at en enkelt ordre ikke mister sin realitet ved at de ovennevnte seks kriterier gjør seg gjeldende for den enkelte ordre. Videre gir Fearnley uttrykk for en rekke synspunkter med hensyn til aksjemarkedets prissetting av aksjer.

På generelt grunnlag er børsen langt på vei enig i de synspunkter Fearnley gjør gjeldende i nevnte brev, når det gjelder markedet og kundens rett til å velge størrelse på sine ordre, tidspunkt for ordre innleggelse, kurs m.v. Børsen er videre enig i at for en enkelt ordre så må enten kjøps- eller salginteressen (eller begge) flytte seg for at en handel skal kunne gjennomføres. Børsen mener altså på generelt grunnlag at det ikke er galt å legge inn en kjøpsordre innenfor spread, som betydelig avviker fra siste beste kjøper, og dermed nærmer seg eller tilsvarende beste selger. Hovedpoenget i denne saken er imidlertid at systematikken (som nevnt i de 6 punktene ovenfor) tilsier at det ikke er et ønske om å bli eier av aksjene ordrene representerer, som er [Fondsforvaltningsselskapets] reelle motivasjon for å legge inn ordrene. [Fondsforvaltningsselskapet] har med andre ord hatt en uakseptabel motivasjon for ordreinleggelsene, og resultatet har vært at ordreboken og de offentliggjorte kurser ikke har gjenspeilet kursnivået hos en reell kjøpsinteresse. Avgjørende i denne saken er etter børsens oppfatning at megleren på et tidspunkt langt tidligere enn da børsen grep inn, burde forstått dette. Børsen tar ikke stilling til hvor grensen skal trekkes for når megleren burde forstått at [Fondsforvaltningsselskapet] ikke var motivert av kjøpsinteresse og hvilken konsekvens dette hadde for aksjenes kursfastsettelse, men konstaterer at grensen er langt overskredet i denne saken.

(...)

Fearnley har i brev datert 22. mai 2002 videre vist til at systematikken i ordrene ikke kan tas til inntekt for at ordrene ikke var reelle, snarere tvert imot. Etter Fearnleys oppfatning er de gjentatte ordreinleggelsene et tegn på en stabil interesse. Børsen er ikke enig i dette. Ordrene har kun ligget inne 30 minutter de aktuelle dager ordrene er lagt inn. Selv om dette isolert sett er tilstrekkelig til at selger har tid til å vurdere å selge, viser ordreinleggelsene ikke stabil kjøpsinteresse, men snarere et merkelig mønster. Dette mønsteret har endret kursbildet ved handelsdagens slutt og ligget inne i den periode fondene verdsettes dvs fra 15.30 til 15.45 i henhold til [Fondsforvaltningsselskapets] opplysninger til Kredittilsynet den 11. januar 2001 (se vedlegg 20). Dersom Fearnleys ønske var å kjøpe de aktuelle poster, ville selvsagt muligheten økt dersom ordren lå i handelssystemet over en lengre periode enn 15.30 – 16.00 utvalgte dager. Etter børsens oppfatning viser systematikken at det er langt mer sannsynlig at [Fondsforvaltningsselskapets] interesse i å legge inn ordrene var å flytte nivået for "beste kjøper", enn å vise en stabil interesse. I ettertid kan det konstateres at dette også var resultatet.

Samtlige ordre i denne saken er lagt inn av samme børsrepresentant (megler) i Fearnley. Etter børsens oppfatning burde megleren reagert overfor [Fondsforvaltningsselskapet] allerede på et tidlig tidspunkt. Fearnley har i all korrespondanse vist til at det er nærliggende og forsvarlig å legge vekt på at kunden er en betydelig institusjonell investor under offentlig tilsyn, slik som [Fondsforvaltningsselskapet]. Generelt vil børsen fremheve at meglerens plikt til aktsomt å vurdere den enkelte ordre er den samme uavhengig av hvilken kunde det er tale om. Dersom megler velger å gjøre dårligere/mindre aktsomme vurderinger av ordre lagt inn av kunder han av en eller annen grunn stoler på, gjøres dette for egen risiko. Dersom det viser seg å foreligge forhold han burde ha oppdaget dersom han hadde utvist nødvendig aktsomhet, må han selv bære

konsekvensene av dette. Det forhold at kunden er institusjonell eller under offentlig tilsyn, stiller ikke kunden i et annet lys enn andre kunder meglere av bestemte grunner har spesiell tillit til.

Når det gjelder ordre lagt inn av fond generelt mener Oslo Børs at enhver megler må være klar over at fond vanligvis verdsettes på grunnlag av de verdipapirer de eier, og således har en egeninteresse av kursnivået på verdsettelsestidspunktet. Dette bør medføre at meglere er på vakt overfor ordre som kan tenkes å være lagt inn i fondenes egeninteresse, snarere enn i interesse av å kjøpe de aktuelle aksjer. Etter børsens oppfatning bør derfor megler i stedet for å senke aktsomhetsgraden, øke aktsomhetsnivået overfor slike kunder i visse sammenhenger. Meglers plikter i forbindelse med innleggelse av ordre til aktuell markedsverdi omhandles på det obligatoriske handelskurset. På kurset vises det spesielt til eksemplene i NOU 1985:33, som er sitert ovenfor i punkt 4.2. (...)"

Etter børsstyrets oppfatning er meglers opptreden i denne saken svært klanderverdig. Styret viser til at Fearnley i henhold til bf § 13-3 annet ledd og handelsreglene kapittel 3 er ansvarlig for ikke å medvirke til offentliggjøring av kurser som ikke representerer aktuell markedsverdi. I dette tilfellet tilsier systematikken, jf. sitatet ovenfor, etter børsstyrets oppfatning at megler måtte forstå at kursen ikke representerte "aktuell markedsverdi". Når Fearnleys megler likevel har medvirket til offentliggjøringen av kursen holdes Fearnley ansvarlig.

#### 4.2 Børsstyrets vurdering av sanksjonsspørsmålet

Etter å ha konkludert med at Fearnleys megler har overtrådt bestemmelsen i børsforskriften § 13-3 annet ledd drøfter børsstyret hvilken reaksjon overtredelsen skal medføre.

Børsstyret legger til grunn at børsrepresentanten på en svært kritikkverdig måte har bidratt til at kursbilde for en rekke lite likvide aksjer, systematisk og over en lengre periode ikke har representert aksjenes aktuelle markedsverdi. Det foreligger således etter børsstyrets oppfatning klare overtredelser av plikten til å sørge for at kursen som skal offentliggjøres representerer aktuell markedsverdi jf børsforskriften § 13-3 annet ledd og handelsreglene kapittel 3.

Børsstyret kan med hjemmel i børsforskriften § 25-8 jf. børsloven § 5-12 ilegge børsmedlemmet overtredelsesgebyr på inntil NOK 2.500.000. Når det gjelder nivået i andre saker hvor børsmedlemmer er ilagt overtredelsesgebyr i den senere tid, viser styret til at DnB Markets den 25. oktober 2001 for en grov overtredelse av opplysningsplikten til børsen, ble ilagt overtredelsesgebyr på NOK 1 mill. For øvrig viser styret til en oversikten over overtredelsessaker knyttet til børsmedlemmer i perioden 2. oktober 1991 til 1. februar 2002.

Med hensyn til den konkrete vurdering av sanksjonsspørsmålet i den foreliggende sak uttaler børsstyret følgende:

"Etter børsens oppfatning foreligger det i dette tilfellet en grov og systematisk overtredelse av nevnte bestemmelser. I skjerpene retning bemerkes at det er pågått over en lengre periode og på en måte som er vanskelig å oppdage. Denne type ordreinnleggelse er bare mulig å gjennomføre når børsmedlemmets plikt til å forhindre regelbrudd svikter. Børsens systemer vil aldri fange opp enhver mistenkelig ordre og børsen er derfor avhengig av at børsmedlemmer og børsrepresentanter oppfyller de kontroll- og aktsomhetsplikter de har overfor børsen. Børsen må kunne ha tillit til børsmedlemmene for å kunne drive et effektivt verdipapirmarked.

Handlinger som i den foreliggende sak er egnet til å skade den generelle tillit til verdipapirmarkedet i Norge. Fond skal verdsettes i henhold til reelle, ikke justerte, kurser, og børsmedlemmet skal søke å ivareta markedets interesse i at kursbildet er mest mulig korrekt og i henhold til gjeldende regelverk. I den grad det kan sås tvil om aktørenes evne og vilje til å ivareta disse interesser, kan prismekanismen miste markedets tillit, hvilket er svært ødeleggende for markedet generelt. Som følge av de aktuelle ordre innleggelse har markedet over tid har fått misvisende informasjon i handelssystemet og gjennom offentliggjorte sluttkurser og indekser.

Når det foreligger brudd på slike plikter som følger av bf § 13-3 annet ledd, er det viktig både av allmennpreventive og individualpreventive hensyn at overtredelsene sanksjoneres på en måte som er egnet til å hindre gjentakelse. ”

I vedtaket av 21. august 2002 drøfter børsstyret anførselen fra Fearnleys om at overtredelsesgebyret er uforholdsmessig tatt i betraktning at Kredittilsynet kun har gitt [Fondsforvaltningsselskapet] kritikk for deres forhold. Børsstyret uttaler i denne forbindelse, jf. protokollen fra møtet 21. august 2002:

” Børsen er ikke enig i at en sammenligning med Kredittilsynets reaksjon mot [Fondsforvaltningsselskapet] er relevant i denne saken. [Fondsforvaltningsselskapet] vurderes etter regelen om kursmanipulasjon i vphl § 2-6, mens Fearnley overtredelse gjelder børsforskriften § 13-3 annet ledd.”

#### 4.3 Børsstyrets vurdering av klagers anførsel om ugyldighet på grunn av feil faktum

Børsstyret viser til at Fearnley i klagen har anført at børsstyret har lagt feil faktum til grunn når det har konkludert med at [Fondsforvaltningsselskapets] subjektive hensikt og reelle motivasjon ikke var å kjøpe de aktuelle aksjer men å flytte kursbildet. I denne forbindelse uttaler styret blant annet følgende, jf. protokollutskriften fra børsstyrets møte 21. august 2002:

”I relasjon til Fearnleys anførsler i Klagen finner børsen grunn til å presisere at børsen ikke i Vedtaket har konkludert med at [Fondsforvaltningsselskapet] har brutt vphl § 2-6 om ”kursmanipulasjon”. Børsen har ikke for den aktuelle vurdering hatt behov for å treffe en slik konklusjon. Vphl § 2-6 og bf § 13-3 er to separate bestemmelser. Vphl § 2-6 er en strafferettslig bestemmelse som rammer alle. Vurderingen av om det foreligger en overtredelse skjer etter strafferettslige beviskrav. Bf § 13-3 gjelder kun børsmedlemmer og børsrepresentanter. Sistnevnte står i et spesielt avtaleforhold til børsen og har et ansvar for å ivareta markedets integritet gjennom sine handlinger.

Børsen legger til grunn at vphl § 2-6 angir en slags ytterramme for hvilke faktiske handlinger som er lovlige i strafferettslig forstand, mens bf § 13-3 annet ledd også vil kunne ramme handlinger som ikke nødvendigvis rammes av vphl § 2-6. Børsen er ikke enig i at bestemmelsene har identisk nedslagsfelt og overlapper hverandre fullstendig, slik Fearnley synes å hevde i Klagen. Etter børsens oppfatning vil imidlertid vphl § 2-6 og børsforskriften § 13-3 i mange tilfelle i praksis ramme de samme faktiske handlinger.

Fearnley synes også å misforstå hvilken overtredelse børsstyret har konkludert med at foreligger. Det er intet i Vedtaket som tilsier at børsstyret har konkludert og ilagt Fearnley overtredelsesgebyr for ”medvirkning til kursmanipulasjon” jf vphl § 2-6. Børsstyret har vurdert om vilkårene i bf § 13-3 annet ledd er oppfylt. Disse vilkår er ikke identiske med vilkårene i vphl § 2-6, selv om bestemmelsene som nevnt i noen grad må antas å overlape hverandre.”

Børsstyret opprettholder etter dette sin vurdering av [Fondsforvaltningsselskapets] primære motivasjon bak ordre innleggelsene, og kan ikke se at vedtaket av 19. juni på det grunnlag er beheftet med feil faktum.

#### 4.4 Børsstyrets vurdering av klagers anførsel om at det foreligger saksbehandlingsfeil

Børsstyret viser videre til at Fearnley i klagen har anført at det foreligger en saksbehandlingsfeil ved at børsen ikke har oppfylt kravet i forvaltningsloven § 17, jf. børsloven § 5-14 med hensyn til sakens opplysning hva gjelder [Fondsforvaltningsselskapets] motiver og øvrige forhold. Dette bestrides av børsstyret, jf. protokollutskrift fra styrets møte 21. august 2002 hvor det blant annet heter:

”Børsen har tatt Kredittilsynets brev til inntekt for at fremgangsmåten nettopp ”var egnet til å påvirke kursene i markedet” og ”egnet til å gi et misvisende bilde av verdiene i fondene i perioder”. At Kredittilsynet ikke har konkludert i relasjon til om slik påvirkning faktisk er skjedd etter deres vurdering, hindrer ikke børsen i å konkludere vedrørende dette forhold i relasjon til bf § 13-3 annet ledd. Etter børsens gjennomgang av de faktiske forhold i Vedtaket er det påvist at [Fondsforvaltningsselskapets] kjøpsordre ble offentliggjort og dermed medførte en påvirkning av kursbildet for de aktuelle aksjer.

Børsen viser videre til at børsen har hatt tilgang til det referat som foreligger fra Kredittilsynets møte med den aktuelle megler i [Fondsforvaltningsselskapet] den 11. januar 2002, se vedlegg 20 til Vedtaket. Børsen har i Vedtaket lagt til grunn at [Fondsforvaltningsselskapets] hovedhensikt var å flytte kursen for ”beste kjøper” i de aktuelle selskaper. På bakgrunn av sakens faktiske sider, inkludert Kredittilsynets brev av 17. april d.å. og møtereferatet av 11. januar d.å., fant børsen det mest sannsynlig at dette var [Fondsforvaltningsselskapets] hensikt. Børsstyret var på tidspunktet for Vedtaket vel vitende om at [Fondsforvaltningsselskapet] ikke deler denne oppfatning, men fant ikke å kunne tillegge [Fondsforvaltningsselskapets] forklaring på dette punkt særlig vekt. Gjentatte bekreftelser av [Fondsforvaltningsselskapets] syn på saken ble ikke ansett nødvendig for avgjørelsen. Igjen presiseres det at Børsstyret ikke har konkludert med at det foreligger overtredelse av vphl § 2-6 på [Fondsforvaltningsselskapets] side.

Børsstyret kan således ikke se at det foreligger mangler ved saksbehandlingen, jf fvl § 17 jf bl § 5-14, fordi børsen ikke har gjort nærmere undersøkelser direkte mot [Fondsforvaltningsselskapet].

#### 5. Børsklagenemndens bemerkninger

Saken gjelder spørsmålet om Fearnley Fonds AS har overtrådt sine plikter etter børsforskriften § 13-3 og handelsreglene kap 3 ved i perioden 31. august til 27. desember 2001 å ha formidlet en rekke små kjøpsordre for [Fondsforvaltningsselskapet] Forvaltning i fem lite likvide selskaper, hvor ordrene alle ligger innenfor spreaden, men viser betydelig avvik fra siste beste kjøp. Samtlige ordre er lagt inn ca. kl. 15.30 og falt bort ved børsdagens slutt kl. 16.00. De er ofte gjentatt påfølgende handelsdager eller noen dager senere, da også på samme tidspunkt, ca. kl. 15.30.

Børsklagenemnden er enig med klageren i at det først og fremst er børsens oppgave å overvåke kursfastsettelsen, dvs. at kurs- og prisnoteringene gir et korrekt uttrykk for markedets stilling. Børsen er da også etter børsloven § 5-1, jf børsforskriften §§ 13-2 og 13-3 gitt vide fullmakter til å ta avgjørelser på dette området. Selv om børsen har et godt overvåkingssystem er det ikke dermed gitt at de får med seg alle detaljer i handelen til enhver tid. Derfor er børsmedlemmene, som har rett til å gå inn i og bruke børsens handelssystem, pålagt et selvstendig ansvar for at når de benytter



handelssystemet og stiller kurser for sine kunder, så skal disse gjenspeile det reelle marked. Det er i medhold av børsloven § 5-1 gitt regler i børsforskriften § 13-3 annet ledd som pålegger børsmedlemmene plikt til ikke å medvirke til at det offentliggjøres kurser som ikke gir uttrykk for den aktuelle markedsverdi. Det er børsmedlemmene som legger inn de enkelte ordre og dermed fra sitt ståsted vil være istand til å føre en slik kontroll.

Den samme bestemmelse er gjentatt i handelsreglene kap. 3. Det er en forutsetning for å bli opptatt som børsmedlem og dermed ha tilgang til å bruke handelssystemet ved børsen, at handelsreglene følges. Brudd på handelsreglene kan på samme måte som brudd på bestemmelsene i børsloven eller børsforskriften sanksjoneres med ileggelse av overtredelsesgebyr etter forskriften § 25-8. Dette fremgår uttrykkelig av handelsreglene pkt. 1.4. Det siste er altså et avtale- eller vilkårmessig grunnlag for ileggelse av gebyr. Det foreligger derfor dobbelt hjemmel for overtredelsesgebyr dersom man først kan konstatere at et børsmedlem har medvirket til offentliggjøring av kurser som ikke gir uttrykk for aktuell markedsverdi. Av praktiske grunner henvises nedenfor til børsforskriftens bestemmelser.

Det faktum som er ubestridt og legges til grunn av Børsklagenemnden, er at saken dreier seg om 69 tilfeller med innleggelse av små kjøpsordre for [Fondsforvaltningsselskapet] – det største antall gjelder én børspost – over en periode på ca. tre måneder i fem selskaper med lite likvide aksjer. [Fondsforvaltningsselskapet]fondene hadde fra før av store aksjeposter i disse selskapene. Eierandelen var pr. 31. august 2001 i Wilh. Wilhelmsen B 29,46%, i TEN 1,38 %, i Oddfjell B 26,06%, i GangerRolf 9,49% og i Bonheur 2,83%. Ordrene ligger innenfor spreaden på aksjene, men gjennomsnittlig 19,5 % over siste beste kjøper. Samtlige ordre er lagt inn ca. kl. 15.30 og har ligget til børsdagens utløp, kl. 16.00. Ordrene har dermed ligget inne i den periode da fondene verdsettes. Ordrene er ofte lagt inn igjen påfølgende eller senere handelsdager, men alltid til samme tidspunkt.

Partene er videre enige om at de offisielle kurser vil være avhengig av den verdi som fortløpende settes ved nye ordreinleggelse i børsens handelssystem, og at kjøpsordre således har betydning for aksjenes sluttkurs.

En aksjes "aktuelle markedsverdi" fremkommer som et sammensatt bilde bestående av de elementer fra kursnoteringen som løpende offentliggjøres av børsen. Dette kursbildet består av rapporterte handler, kjøper- og selgerordre, samt dybden i ordreboken på hver side. Kursbildet oppdateres hver gang det skjer endringer i noen av de nevnte elementer. Kravet til aktuell markedsverdi i børsforskriften § 13-3 annet ledd må etter Børsklagenemndens oppfatning forstås slik at det knytter seg til hver enkelt av de faktorene som inngår i kursbildet. Dette betyr at en kjøpsordre må gi uttrykk for en reell kjøpsinteresse for å kunne noteres. At kravet til realitet knytter seg til enkeltfaktorene, understrekes av at kjøperkursen har selvstendig betydning. I dette tilfellet har kjøperkursen for eksempel betydning for verdifastsettelsen av [Fondsforvaltningsselskapets] aksjefond.

Selv om enkeltstående kjøpsordre er reelle i den forstand at de er rettslig forpliktende er det ikke ensbetydende med at det foreligger en reell kjøpsinteresse, det vil si reell etterspørsel i markedet, jf. sitatet fra Bergos Børs og verdipapirrett foran på side 11 om å "kjøre kurser".

Børsklagenemnden kan ikke se at [Fondsforvaltningsselskapets] hensikt har avgjørende betydning i denne saken. Det er tilstrekkelig til at det foreligger overtredelse av børsforskriften § 13-3 annet ledd dersom det kan fastslås at det ikke er reell etterspørsel i markedet.

Klager hevder at å stille en kjøpsordre innenfor spreaden alltid vil være uttrykk for aktuell markedsverdi, uavhengig av om det dreier seg om små poster. Kursbildet for de

omhandlede aksjer viser et nivå for "beste kjøper" langt under nivået for "beste selger" og omsetning av aksjene lå stort sett tett opp til "beste selger" gjennom hele perioden. Dette må etter Fearnleys oppfatning gi et slingringsmonn ved fastsettelsen av "aktuell markedsverdi", som ikke i et slikt tilfelle kan sies å være den etablerte kjøperkurs. Det må da være anledning til å legge seg godt over siste kjøperkurs uten å komme i strid med § 13-3. Børsklagenemnden er ikke enig i dette og legger ikke avgjørende vekt på om kursen ligger innenfor eller utenfor spreaden. Det avgjørende er som nevnt over om ordren gir uttrykk for reell kjøpsinteresse.

I utgangspunktet må alle fremsatte kjøpsordre anses som uttrykk for en reell kjøpsinteresse. Men det kan i relasjon til børsforskriften § 13-3 annet ledd ikke være noe hjemmelmessig til hinder for å vurdere et handlemønster i sammenheng. Snarere tvert imot kan dette være nødvendig for å oppnå hensikten med bestemmelsen og for å kunne håndheve den effektivt.

Når man skal bestemme om det foreligger en reell kjøpsinteresse i det konkrete tilfelle, kan det i tillegg til å vurdere kursen være nødvendig å se på omstendighetene rundt noteringen. I denne saken dreier det seg om små ordre, som for 66,7% av tilfellene utgjør én børspost, for 23% to børsposter og for de resterende 10,5% tre til fem børsposter. Dette må sies å være helt ubetydelige kjøpsordre for en kunde som vanligvis handler i langt større målestokk. Det er i seg selv påfallende, men selvsagt ikke noe som alene ville være i strid med § 13-3 annet ledd. Når de gjentagne små ordre ses i sammenheng med tidspunktet de ble lagt inn på, avtegner det seg et noe annet bilde. Ordrene ble hver gang lagt inn mot slutten av dagen, ca. kl. 15.30. Dette ga eventuelle selgere begrenset tid til å melde sin interesse, samtidig som det skjedde i en periode hvor den daglige verdsettelse av [Fondsforvaltningsselskapest] aksjefond foregår. Etter det som er opplyst skjer dette i perioden fra kl. 15.30 til kl. 15.45. I den sammenheng er det av interesse å konstatere at ordrene lå markert over den etablerte kjøperkurs.

Det at ordrene falt bort ved børsdagens utløp, er heller ikke spesielt, snarere det normale. Det som imidlertid er mest påfallende hvis [Fondsforvaltningsselskapet] faktisk hadde interesse av å kjøpe mindre aksjeposter til denne kursen, er at ordrene ikke ble gjentatt noe tidligere neste børsdag, men at man også da ventet til kl. 15.30 med legge den inn på nytt, og at ingen av de omhandlede ordrene lå inne mer enn en halv time.

Megleren skal ifølge klager ha oppfattet det slik at det forelå en reell akkumulasjonsinteresse for disse aksjene hos kunden. Ordrenes størrelse og tidspunktet for innleggelsen tyder ikke på det.

At kunden reelt tok risikoen for å få tilslag på sin kjøpsordre – hvilket også skjedde i 5 av de 69 undersøkte tilfeller – er ikke avgjørende for spørsmålet om den stilte kurs gir uttrykk for aktuell markedsverdi. For det første viser tallene at risikoen for tilslag ikke var stor. Dernest - og kanskje viktigere - kommer poenget med ordrenes begrensede omfang inn. Den økonomiske risikoen [Fondsforvaltningsselskapet] tok ble på grunn av ordrenes størrelse svært begrenset og betød så lite at det i nærværende sak ikke kan tillegges avgjørende vekt.

Børsklagenemnden er altså enig med børsstyret i at man i relasjon til § 13-3 annet ledd må vurdere mønsteret og helhetsbildet og ikke den enkelte innleggelse av ordre. På bakgrunn av eiersitsen i de aktuelle selskaper og den derav følgende store interesse [Fondsforvaltningsselskapet] hadde av kursutviklingen på aksjene, det helt marginale antall aksjer det var snakk om, den store avstanden til sist kjente kjøperkurs og tidspunktet for innleggelsen av ordrene, vil også Børsklagenemnden trekke den konklusjon at det ikke forelå en reell kjøpsinteresse på det nivå som de aktuelle ordrene indikerer. Når selve handelen ikke synes å være det primære mål med ordreinnleggelsen, kan heller ikke den kjøpskurs som er stillet tilfredsstillende kravet til "aktuell markedsverdi" i børsforskriften § 13-3 annet ledd.

Et børsmedlem skal etter børsforskriften § 13-3 annet ledd ikke medvirke til at det offentliggjøres kurser som ikke gir uttrykk for den aktuelle markedsverdi for aksjene. Dette innebærer at megleren heller ikke skal medvirke til å stille kjøpskurser av en slik karakter, jf ovenfor.

Etter ordlyden i børsforskriften § 13-3 annet ledd kreves ikke subjektiv skyld for at medvirkning skal rammes. Spørsmålet synes ikke å være avklart i forarbeidene til loven. Etter børsloven § 9-1 straffes både forsettlig og uaktsom overtredelse av lovens bestemmelser. Etter Børsklagenemndens oppfatning er det naturlig å innfortolke et slikt skyldkrav også i relasjon til bestemmelsen i børsforskriften § 13-3 annet ledd. Dette innebærer at det er tilstrekkelig med uaktsomhet i den foreliggende sak. Det er ikke snakk om medvirkningsansvar for en straffbar handling som krever forsett eller hensikt.

For Børsklagenemnden fremstiller det seg som åpenbart uaktsomt av Fearnley ikke etter en viss tid å se det påfallende i handlingsmønsteret fra [Fondsforvaltningsselskapets] side og da foreta seg noe i den anledning. Et aktsomt og lojalt børsmedlem må forventes å reagere på at disse ordrene ikke representerte reell kjøpsinteresse i markedet. Om megleren hadde innsikt i kundens motivasjon eller ikke, er uten betydning.

Klageren mener at børsstyret har lagt feil faktum til grunn vedrørende [Fondsforvaltningsselskapets] hensikter med plasseringen av kjøpsordrene. Det følger av det foranstående at spørsmålet etter Børsklagenemndens oppfatning er uten betydning for anvendelsen av børsforskriften § 13-3 annet ledd og nemnden går derfor ikke nærmere inn på anførselen. Dette gjelder også anførselen om saksbehandlingsfeil.

Børsklagenemnden finner, som børsstyret, at det er riktig å reagere med overtredelsesgebyr i dette tilfellet. Det er viktig at børsmedlemmene - i tillegg til børsen selv - tar ansvaret alvorlig når det gjelder å ivareta de plikter de er pålagt for å bidra til et mest mulig korrekt kursbilde i handelssystemet. En velfungerende børs er avhengig av aktsom og lojal oppfølging fra børsmedlemmenes side. Slik aktsom, lojal oppfølging har etter Børsklagenemndens oppfatning ikke skjedd her. Den megler som utførte alle de aktuelle ordrene, var den som satt nærmest til å se helhetsbildet og reagere på at disse ordrene ville få innvirkning på kursbildet for aksjene.

Klager viser til at Fearnley ikke tok noe initiativ til ordreinnleggelsene og heller ikke hadde noen økonomisk fortjeneste ved dem. Klager mener dessuten at det er urimelig at [Fondsforvaltningsselskapet] slipper med kritikk, mens Fearnley blir ilagt et betydelig gebyr. Etter Børsklagenemndens vurdering har de nevnte omstendigheter en viss vekt ved utmålingen. Det dreier seg imidlertid om gjentatte overtredelser over relativt lang tid.

Overtredelsesgebyr kan etter børsforskriften § 25-8 ilegges et børsmedlem med maksimalt NOK 2.500.000. Børsen har i denne saken lagt seg på under 1/3 av maksimalt gebyr, og Børsklagenemnden ser ingen grunn til å fravike dette.

## 6. Børsklagenemndens vedtak

Børsstyrets vedtak av 19. juni 2002 om å ilegge Fearnley Fonds ASA overtredelsesgebyr stort NOK 750.000 stadfestes.

Avgjørelsen er enstemmig.

Bjørg Ven

John Giverholdt

Vibecke Groth

Kirsten Sandberg

Hugo Matre

## **8. INNSIDE – MELDEPLIKT – FLAGGING**

### **8.1.1 Meldeplikt, insideregler, flaggeplikt og tilbudsplikt for finansielle derivater (se børssirkulære nr 1/2003, [www.ose.no](http://www.ose.no) )**

### **8.1.2 STB – Informasjon om total return swap (brev av 15.10.02)**

Det vises til tidligere korrespondanse i saken, senest Deres brev 29. august 2002. Vi har nå avsluttet vår behandling av saken. Nedenfor følger våre konklusjoner.

([----] se pkt 5.2.1 omm regnskapsmessig behandling)

Meldeplikt

Spørsmålet om meldeplikt etter verdipapirhandelloven § 3-1 er vurdert av vår juridiske avdeling. Nedenfor gjengis deres vurdering og konklusjon.

#### **1. Selskapets beskrivelse av faktum og rettslige anførsler**

Storebrand ASA ("Storebrand") har forklart at i forbindelse med etableringen av bonusprogrammer internasjonalt på 90-tallet og økende utbetalinger og fokus rundt disse, ble det av internasjonale banker utviklet en sikringsforretning kalt Total Return Swap ("TRS") for å muliggjøre sikring av denne typen programmer. Sikringen består i at man får en fast stabil rentebelastning i stedet for en usikker kostnadseksposering idet bonusens størrelse er avhengig av utviklingen i selskapets aksjekurs. Kostnadene ved bonusordningen øker ved stigende aksjekurs, og således kan selskapene mot en forutsigbar rentebelastning (vanligvis betalt halvårlig) sikre seg mot potensielt store utbetalinger under slike bonusprogrammer.

Storebrands bonusordning ble utdelt første gang høsten 1998. TRS'en ble vurdert som en attraktiv måte å sikre fremtidig eksponering mot selskapets forpliktelser under bonusordningen, og det ble inngått to slike sikringsforretninger i henholdsvis november 1999 og august 2000. Ved to anledninger har sikringsordningen blitt redusert som en følge av bonusenheter er blitt innløst eller at deltakere i programmet har sluttet.

Det ble ikke sendt melding til markedet ved inngåelse av kontraktene i november 1999 og august 2000. Dette må ses i lys av at man hadde inngått sikringsforretninger med en forventet årlig kostnad i størrelsesorden NOK 12-14 mill per kontrakt, og at risikoen for et betydelig kursfall i Storebrand-aksjene ble vurdert som liten. Begge kontrakter var inngått for å redusere risiko, ikke påta seg risiko. I følge Storebrand vil det neppe vært naturlig å sende ut børsmeldinger om inngåelse av rente- eller valutaswaper i denne størrelsesorden.

Rettslig har Storebrand anført at verdipapirhandelloven § 3-1 pålegger selskapet meldeplikt ved kjøp, salg eller tegning av aksjer i Storebrand. Meldeplikten gjelder også konvertible lån, tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til Storebrand-aksjene. TRS-avtalene er ikke omfattet av ordlyden i bestemmelsen idet det ikke er etablert noen form for rettigheter til Storebrand-aksjene. TRS-avtalene ga riktignok Storebrand en eksponering mot utviklingen i Storebrand-kursen som speilet Storebrands økende forpliktelse under kontantbonusprogrammet ved stigende kurser. Avtalen gir imidlertid ingen rett for Storebrand til å erverve eller kontrollere aksjer i selskapet. TRS-avtalene er en sikringsforretning knyttet til Storebrands bonusordning og er ment å skulle utligne eventuelle kostnader knyttet til utbetalinger under denne. Avtalene er derfor etter Storebrands syn ikke omfattet av bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 3-1.

## 2. Rettslig utgangspunkt

Hovedregelen om meldeplikt fremkommer av verdipapirhandelloven § 3-1. Første og annet ledd til bestemmelsen gjengis nedenfor:

*" Personer som nevnt i § 2-3 første ledd skal straks gi norsk børs og autorisert markedsplass hvor aksjene er notert, melding om kjøp, salg eller tegning av aksjer utstedt av selskapet eller av selskaper i samme konsern. Det samme gjelder for selskapets handel med egne aksjer. Foretak som eier børsnoterte aksjer i et annet foretak eller aksjer i et annet foretak som er notert på autorisert markedsplass, og som på grunn av eierskapet er representert i vedkommende foretaks styre, må gi melding ved handel i slike aksjer. Meldingen skal sendes senest innen åpningen av børsen eller markedsplassen dagen etter at kjøp, salg eller tegning har funnet sted.*

*Meldeplikten gjelder også lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1, inngåelse, kjøp, eller salg av tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer som nevnt i første ledd."*

## 3. Børsens vurdering

Storebrand synes å legge til grunn at uttrykket "opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer" medfører at "rettigheter" som ikke gir rett til fysisk overlevering av underliggende aksjer faller utenfor meldepliktsbestemmelsen.

Hovedhensynet bak meldeplikten i § 3-1 er å gi markedet informasjon om innsidernes handel eller selskapets handel med egne aksjer. Innsiderne og selskapet antas å ha informasjon som ikke tilflyter øvrige markedsaktører. Deres vurdering av de aktuelle aksjer er derfor svært interessant for prisfastsettelsen. I den sammenheng er det ikke av betydning om innsiderens eller selskapets eksponering i de underliggende aksjene skjer ved opsjon eller rettigheter med rett til fysisk overlevering eller opsjoner eller rettigheter med rett til kontantoppgjør. Begge avtaler forteller markedet like mye om innsiderens/selskapets vurdering av de underliggende aksjene.

Det vises til forarbeidene til verdipapirhandelloven, NOU 1996:3 s. 74, hvorfra følgende siteres:

*"Det er Verdipapirhandellovutvalgets syn at hensynet bak bestemmelsene om åpenhet rundt primærinnsideres interesser i selskapet, i utgangspunktet tilsier at transaksjoner vedrørende alle verdipapirer utstedt av selskapet samt avtaler om eller rettigheter til slike papirer, bør omfattes av meldeplikten. På den annen side bør et meldepliktsystem som pålegger primærinnsidere plikter ikke gå lenger enn det som er helt nødvendig. Utvalget legger til grunn at det i første rekke er egenkapitalinstrumenter og rettigheter knyttet til disse instrumenter som bør omfattes av meldeplikten. Egenkapitalinstrumenter vil være aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner. Rettigheter til slike papirer kan være tegningsretter, opsjoner eller andre kjøpsretter."*

Uttalelsen tyder på at utvalget primært har ansett opsjoner eller tilsvarende rettigheter med rett til fysisk overlevering som de mest praktiske instrumenter når det gjelder primærinnsidernes handel. Utvalget har imidlertid ikke angitt at det ønsker at bestemmelsen skal avgrenses til dette. Det bemerkes at Finansdepartementet i Ot.prp nr 29 (1996-97) uttaler at det antas at slike instrumenter er mest praktiske uten at departementet derved utelukker at meldeplikten etter § 3-1 skulle omfatte også opsjoner eller tilsvarende rettigheter med rett til kontantoppgjør i den grad det var praktisk.

Etter Oslo Børs oppfatning innebærer ikke uttrykket "knyttet til", etter en naturlig forståelse, et krav om rett til fysisk overlevering av aksjer. For at meldeplikt skal inntre for innsidere og ved selskapets kjøp av egne aksjer, vil det være nok at det foreligger tilstrekkelig tilknytning mellom rettighetenes underliggende aksjer ved at de underliggende aksjer utgjør referanserammen for rettighetene. Tilknytningen mellom rettighetene i TRS-kontraktene og de underliggende Storebrand-aksjene, er etter børsens mening tilstrekkelig for at kontraktene skulle vært meldt børsen i medhold av verdipapirhandelloven § 3-1. TRS-kontraktene medførte en eksponering mot Storebrand-aksjene ved at selskapets rettigheter eller forpliktelser overfor kontraktspartnern direkte var knyttet opp mot kursutviklingen i Storebrand-aksjene. At Storebrand ikke har en rett til å innløse de underliggende aksjene, får etter børsens mening således ikke avgjørende betydning for meldepliktsspørsmålet.

#### 4. Konklusjon

Basert på ovennevnte er børsens konklusjon at Storebrand skulle ha meldt TRS-kontraktene i medhold av verdipapirhandelloven § 3-1. Oslo Børs kommer imidlertid ikke til å forfølge forholdet nærmere, men ilegger Storebrand kritikk for ikke å ha meldt kontraktinngåelsene til børsen. Det forutsettes at Storebrand heretter legger børsens oppfatning til grunn med hensyn til rekkevidden av meldepliktbestemmelsen i verdipapirhandelloven § 3-1 første ledd, jfr. annet ledd.

[se pkt 5.2.1 om informasjon om total return swap]

#### **8.1.3 Ny flaggeterskel på 5 %, overgangsregel 5-10 % og unntak for verdipapirforetak**

- Endringslov 5. juli 2002 nr 64 (i kraft 1. januar 2003)
- Finansdepartementets forskrift 18. desember 2002
- Se børssirkulære nr 6/2002, [www.ose.no](http://www.ose.no)