

BØRSKLAGENEMNDEN – SAK 5/2009

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

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

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

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

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

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

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

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

2. Kort om selskapet

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

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

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

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

3. Sakens bakgrunn

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

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

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

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

Børsstyret fattet 30. september 2009 slikt vedtak:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4. Rettslig grunnlag

4.1 Avvisning

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

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

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

4.2 Strykning

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

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

5. Oslo Børs' vedtak

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

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

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

klare oppfatning at det ville bryte med systemet om aksjonærene ble gitt en slik rett, og avviste klagen.

Børsstyret redegjør også for Børsklagenemndens sak nr. 2/96, stadfestet ved sak 4/97. I saken ble klage fra en tidligere aksjonær i Eiendomsselskapet Aker Brygge ASA over børsstyrets vedtak om å stryke aksjene i selskapet, avvist. Børsklagenemnden uttalte at aksjonæren ikke ville hatt rettslig klageinteresse selv om han hadde vært aksjonær på tidspunktet for vedtak om strykning.

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

"Spørsmålet er om rettstilstanden fra børsloven av 1988 hvor spørsmål om klageinteresse er avgjort med ovennevnte saker fra børsklagenemnden, er endret med børsloven av 2007. Ordlyden i børsloven § 25 første ledd sier nå uttrykkelig at strykning ikke kan foretas dersom "dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet". Ordlyden viser til eierne som sådan, men presiserer ikke dette nærmere. Ordlyden sier altså ikke at strykning ikke skal foretas dersom det er til ulempe for flere enn én aksjonær, slik klager synes å anføre.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

6. Klagerne har i hovedsak anført følgende

6.1 Avvisning

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

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

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

- Det ikke lenger treffende å hevde at "noteringen er en sak mellom selskapet – ved deres organer – og børsen". Børsloven § 25 første ledd annet punktum viser at lovgiver mener at minoritetsaksjonærenes interesser i noteringen kan være så sterke at de skal gis avgjørende betydning.
- Det er heller ikke et treffende argument mot klagerett at "den enkelte aksjonærs syn på strykning kan være svært forskjellig". Børsloven § 25 første ledd annet punktum fastsetter nettopp at det skal foretas en generell vurdering av om strykning kan ventes å medføre vesentlig ulempe for aksjonærene, uavhengig av om aksjonærenes interesser kan være forskjellige.
- I strykningssaker vil det ofte være sterke interessemotsetninger. Det er ikke lenger holdbart å argumentere med at selskapets/styrets prinsipale oppgave er å ivareta aksjonærenes interesser. Børsloven § 25 første ledd annet punktum viser at det ikke kan forventes at selskapet/styret ivaretar minoritetsaksjonærenes interesser i en sak om strykning.

- En kanalisering av klagerett fra aksjonær til selskap ut fra representasjonshensyn blir meningsløs i en situasjon hvor selskapet/styret/hovedaksjonær og minoritetsaksjonærene har klart motstridende interesser.
- I vedtak 1/93 hevdet børsstyret at *"Børsloven har ... uttrykkelig tatt standpunkt til hvordan uenighet blant aksjonærene i et slikt spørsmål skal håndteres. Det rimer dårlig med dette om et misfornøyd mindretall skal kunne omgå et slikt lovlig vedtatt uttrykk for selskapets holdning, ved å påklage et vedtak fra børsstyret som etterkommer søknaden om strykning"*. Dette er direkte galt etter gjeldende børslov § 25 første ledd annet punktum, der det fremgår at strykning ikke kan skje hvis den kan ventes å medføre vesentlig ulempe for minoritetsaksjonærene.
- De praktiske hensyn som børsstyret viste til i vedtak 1/93, er neppe relevante i dag. Blant annet må frykten for et betydelig antall klager anses å være fullstendig ubegrunnet.

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

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

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

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

6.2 Strykning

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

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

Børsstyret synes ikke fullt ut å ha et riktig utgangspunkt for den skjønnsutøvelsen som skal foretas, når det hevdes at det må foretas en avveining av de ulike hensyn. Etter lovens ordlyd skal det foretas en totalvurdering, hvor det først vurderes om selskapet ikke lenger tilfredsstillende regulerede markeds vilkår eller regler, eller særlige grunner for øvrig tilsier strykning. Hvis dette er tilfelle, skal det deretter vurderes om strykning kan ventes å medføre

vesentlig ulempe for aksjonærene. Når det er slik at strykning kan ventes å medføre vesentlig ulempe for aksjonærene, er det ikke hjemmel til å beslutte strykning. Etter klagers oppfatning er det ikke lenger slik at hensynet til minoritetsaksjonærene bare utgjør et av flere hensyn som skal avveies mot hverandre. Børsens misforståelse av utgangspunktet innebærer etter klagerens oppfatning at børsen har lagt for stor vekt på tidligere børspraksis.

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

- *Minoritetsaksjonærenes standpunkt* - av de 16 minoritetsaksjonærer som møtte på generalforsamlingen der vedtak om å søke om strykning ble fattet, stemte 15 mot strykning. Det er ikke relevant at et betydelig antall aksjonærer unnlot å møte, jf. børsens vedtak 27. august 2009 vedrørende Namsos Trafikkselskap ASA. Det er grunn til å tro at tilnærmet alle minoritetsaksjonærer i Norman ønsker fortsatt børsnotering.
- *Antall minoritetsaksjonærer og mulighet for handel i aksjen* – Selskapet har et betydelig antall minoritetsaksjonærer (rundt 350 stk). Disse har investert i tillit til at selskapet skal være børsnotert. Likviditeten i aksjene har ikke vært lav sammenlignet med andre selskapet hvor børsen har vurdert strykning, og minoritetsaksjonærene i Norman har hatt en reell omsetningsmulighet for sine aksjer. Strykning innebærer at minoritetsaksjonærenes mulighet for å omsette sine aksjer svekkes betydelig. I praksis vil de neppe ha annet valg enn å selge til hovedaksjonæren, på betingelser som sistnevnte dikterer. Strykning vil derfor medføre en direkte reduksjon i minoritetsaksjonærenes verdier.
- *Reduksjon i beskyttelsen av minoritetsaksjonærene* – Strykning innebærer at minoritetsaksjonærene vil miste den beskyttelsen som ligger i verdipapirhandellovgivningens regler om informasjonsplikt, rapportering, likebehandling, meldeplikt og flaggeplikt. Dette vil skje i en situasjon der behovet for beskyttelse er på sitt sterkeste, med en dominerende aksjonær. Ulempene kunne vært redusert noe dersom det hadde blitt lagt til rette for handel på Fondsmeglerforbundets A-liste, noe hovedaksjonæren ikke har gjort.
- *Mangel på reell exit-mulighet* – Minoritetsaksjonærene har ikke fått noen reell mulighet til å selge seg ut. Det pliktige tilbudet ble kun akseptert for 3,91 prosent av det totale antall aksjer i selskapet, og kan ikke tillegges vekt. Strykning vil videre medføre ytterligere ulemper for minoritetsaksjonærene, herunder at det blir vanskeligere å innhente ny kapital til selskapet og at likviditeten til aksjene vil svekkes.

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

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

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

7. Merknader fra Norman ASA

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

7.1 Avvisning

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

7.2 Strykning

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

Selskapet er ikke enig med klagerne i at børsen har gjort feil i rettsanvendelsen ved at børsen har foretatt en interesseavveining. Selv om bestemmelsen i børsloven § 25 første ledd annet punktum savnet et eksplisitt motstykke i tidligere børslov, var den likevel en del av regelverket. I den forbindelse viser selskapet blant annet til Norsk Lovkommentar, note 52 til børsloven § 25 første ledd. Klagerne siterer også fra forarbeidene til børsloven (NOU 2006:3 pkt. 7.2.3 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) pkt. 10.2.5 tredje avsnitt), der det fremgår at bestemmelsen i børsloven § 25 første ledd ikke innebærer noen realitetsendring.

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

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

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

- De protesterende minoritetsaksjonærene utgjør kun 12,6 prosent av aksjene, og deres aksjer er fordelt på selskaper som i overveiende grad kontrolleres av en og samme aksjonær.
- Likviditeten i aksjen har vært meget begrenset.
- Hensynet til å opprettholde rapporteringen fra selskapet kan vanskelig anses som relevant i vurderingen av om selskapet er egnet for fortsatt notering eller ikke.
- Det fremstår som klart at aksjen ikke vil oppfylle kravene til fortsatt notering.

- Samtlige aksjonærer har blitt forelagt et pliktig tilbud om kjøp av aksjene, som må anses som rimelig.
- Ingen minoritetsaksjonærer vil være forhindret fra å investere i unoterte aksjer.
- Minoritetsaksjonærene er beskyttet av allmennaksjeloven, noe som må være tilstrekkelig. Det store flertallet av norske aksjonærer er tross alt regulert og beskyttet av dette regelverket.

8. Børsklagenemndens vurdering

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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


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

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

Børsklagenemnden traff deretter slikt enstemmig

vedtak:

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


Bjørg Ven


Filip Truyen


Trygve Bergsaker


Jøril Mæland


Cathrine Hambro