

BØRSKLAGENEMNDEN – SAK 1/2010

Avgjørelse av 6. januar 2010 av klage fra Infix AS og Steinar Johansen over Oslo Børs ASAs vedtak 24. november 2009 om å godkjenne frivillig tilbud fra Seco Invest AS på samtlige aksjer i Telecomputing ASA.

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Saken gjelder problemstillinger knyttet til likebehandling av aksjonærer i forbindelse med frivillig tilbud.

Oslo Børs (børsen) godkjente 24. november 2009 frivillig tilbud fra Seco Invest AS (Seco, tilbyder) på samtlige utestående aksjer i Telecomputing ASA (Telecomputing).

I brev av 2. desember 2009 ble godkjennelsen påklaget av Infix AS (Infix), som er aksjonær i Telecomputing. Det er redegjort nærmere for klagen fra Infix AS nedenfor under punkt 6.

Steinar Johansen, som også er aksjonær i Telecomputing, påklaget godkjennelsen i faks av 4. desember 2009. Steinar Johansen har samtidig klaget over tilbudsprisen. Det er redegjort nærmere for denne klagen nedenfor under punkt 7.

Seco Invest AS v/advokat Nicolai Klever i advokatfirmaet Gram, Hambro og Garman har kommet med merknader til klagen i brev av 8. desember 2009.

Styret i Oslo Børs har vurdert klagen, men har ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble derfor ved brev av 16. desember 2009 oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Infix AS har kommet med merknader til børsstyrets vedtak av 16. desember 2009 i brev 29. desember 2009.

Seco Invest AS v/advokat Nicolai Klever har kommentert børsstyrets vedtak i brev 5. januar 2010.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 6. januar 2010. Ved behandlingen deltok Bjørg Ven, Trygve Bergsåker, Kirsten Sandberg, Kjersti Trøbråten og Cathrine Hambro.

2. Om tilbyderselskapet og avtalte vilkår for investeringen

Børsen omtaler i sitt vedtak 16. desember 2009 pkt. 2 Seco Invest ASA slik:

"Bak tilbyder står FC Invest AS, ett datterselskap av Ferd AS, Sabaro Invest AS ("Sabaro"), Nobelsystem Scandinavia ("Nobelsystem") og Max Bjerke AS ..."

I børsens vedtak pkt. 3 er det redegjort nærmere for Seco Invest AS og selskapets eiere, og derfra hitsettes:

"Tilbudet er fremsatt av Seco, et nylig stiftet selskap uten annet formål enn å fremsette tilbudet. På bakgrunn av betingede aksjonæravtaler som vil tre i kraft straks alle forbehold under tilbudet er oppfylt, vil Seco være eid av Safe Invest AS (Safe) (92,3 %), Nobelsystem (6,9 %) og Max Bjerke AS (0,8 %) fra samme tidspunkt. Se nærmere om aksjonær- og investeringsavtalene i pkt. 3 under.

Safe Invest AS

Etter gjennomføring av de avtalte transaksjoner vil Safe Invest AS eies med 50 % hver av FC Invest AS og Sabaro Invest AS.

FC-Invest AS (kontrollerer 0 aksjer i Telecomputing) er heleid datterselskap av Ferd AS.

Sabaro Investments Ltd kontrollerer 28 209 761, tilsvarende 75,7 % av aksjene i Telecomputing. Gjennom de avtalte transaksjoner er det Sabaro Investments Ltd 's heleide datterselskap Sabaro Invest AS (kontrollerer 0 aksjer i Telecomputing) som blir eier i Safe.

Nobelsystem Scandinavia AS

Nobelsystem eier 4 218 000 aksjer, tilsvarende 11,4 % av aksjene i Telecomputing. Nobelsystem tok første posisjon i Telecomputing 28. februar 2006.

Nobelsystem er et investeringssselskap eid av Rikard Storvestre. Rikard Storvestre er beskrevet som en profesjonell investor med erfaring med å investere i noterte og unoterte selskaper. Storvestres investeringer gjøres bl.a. gjennom Nobelsystem som har egen administrerende direktør.

Frem til begynnelsen av januar 2008 var Nobelsystem ikke spesielt aktiv, men forvaltet en del verdier. Etter denne tid har selskapet vært aktivt forvaltet av administrerende direktør og investerer i unoterte og noterte aksjer samt eiendom. Nobelsystem søker der det er mulig, å ta aktivt eierskap i sine investeringer, spesielt der selskapet tar langsiktige posisjoner. En del av forvaltningskapitalen brukes også til aktiv trading i aksjer og derivater. Balansen var per utgangen av 2008 omtrent 115 MNOK.

Max Bjerke AS

Max Bjerke AS eier i dag 500 000 aksjer, tilsvarende 1,35 % av aksjene i TCO. Max Bjerke AS er et ikke aktivt investeringssselskap eid av Lars Oscar Bjerke, som har vært ansatt og aksjonær i Telecomputing siden etableringen i 1997. Balansen var per utgangen av 2008 omtrent 6 MNOK, hvorav investeringen i Telecomputing utgjorde ca. 4,2 MNOK".

I børsens vedtak pkt. 3.2 er samarbeidet mellom aksjonærene i Seco beskrevet slik:

"Budet på Telecomputing er foranlediget av langvarige samtaler mellom Ferd og Sabaro. Det ble initielt ført samtaler mellom disse to ut i fra en felles interesse for å ta selskapet av børs.

Telecomputing og Saboro gjennomførte høsten 2008 en prosess for å evaluere strategiske alternativer for selskapet og Sabaro, jf. børsmeldinger av 14. oktober og 26. november 2008 om oppstart og avslutning av prosessen. Senere gjennomførte

ledelsen i Telecomputing to møter med Ferd i etterkant av kvartalspresentasjonene 12. mai 2009 og 8. september 2009. Møtene opplyses å være ordinære møter som ledelsen gjennomfører, og som kun dekket offentlig tilgjengelig informasjon.

I perioden 5. til 12. november 2009 gjennomførte Ferd en begrenset due diligence av Telecomputing.

Det er opplyst at Nobelsystem første gang ble kontaktet av Ferd 19. oktober 2009 med forespørsel om selskapet kunne være interessert i å fortsette som aksjonær. Det pågikk deretter diskusjoner mellom de involverte i noe tid før term sheet ble signert 29. oktober 2009 og endelige avtaler deretter ble signert den 15. november 2009.

Etter det opplyste ble Max Bjerke ved Lars Oscar Bjerke første gang kontaktet 5. november 2009 av Enskilda på vegne av Ferd og Sabaro angående mulig deltakelse i konsortiet. Max Bjerke, Nobelsystem og Safe-Invest AS kom til enighet søndag 15. november, dagen før tilbudet ble annonsert, og signerte avtaler 17. november.

Kun Nobelsystem og Max Bjerke AS ble kontaktet. Seco har opplyst at bakgrunnen for at disse aksjonærene ble kontaktet var både at oppkjøpet ville bli mindre kapitalkrevende i den forstand at Safe-Invest AS' andel av egenkapitalen ble redusert, samt at man anså at aksjonærene i fellesskap ville muliggjøre oppkjøpet. Nobelsystem ble kontaktet først ettersom størrelsen på deres aksjepost var så vidt stor at en negativ tilbakemelding ville umuliggjøre budet. I forhold til Max Bjerke var det også sentralt at dette selskapets aksjonær, Lars Oscar Bjerke, hadde vært aksjonær og ansatt i TeleComputing ASA siden etableringen av selskapet. Max Bjerke er den eneste betydelige aksjonær som er kontrollert av ansatte i TeleComputing AS. Lars Oscar Bjerke har en viktig rolle i selskapet og ble også ansett som en viktig kulturbærer som det var strategisk viktig å alliere seg med. Det ble også antatt at dette ville ha en positiv signaleffekt i forhold til de øvrige ansatte.

Intensjonene om å fremsette et frivillig tilbud på aksjene i Telecomputing ble offentliggjort 16. november 2009".

Børsens vedtak pkt. 4.1 inneholder en redegjørelse for avtalte vilkår for investeringen, og derfra hitsettes følgende om eierforhold og finansiering:

"Tilbudet gjennomføres ved at Sabaro Investments Ltd overdrar sine aksjer i Telecomputing til Seco mot en selgerkreditt tilsvarende NOK 18,15 per aksje. Fordringen knyttet til selgerkreditten overdras til Sabaro Invest AS som igjen vil delvis konvertere denne til aksjer i Safe Invest AS og delvis aksjonærlån fra Sabaro Invest AS til Seco.

FC Invest AS vil bidra med en kontantsum på om lag 253 MNOK i kontanter tilsvarende halvparten av verdien av Sabaro Investments Ltd sine aksjer med samme ratio mellom egenkapital og aksjonærlån som Sabaro Invest AS. Dette skjer ved kontantemisjon i Safe rettet mot FC Invest AS og aksjonærlån fra FC Invest AS til Seco.

Nobelsystem og Max Bjerke AS vil på tilsvarende vis overdra aksjene i Telecomputing til Seco for et vederlag tilsvarende NOK 18,15 per aksje. Oppgjøret for aksjene vil

gjøres opp delvis (ca 50 %) gjennom kontantavregning, og delvis gjennom konvertering til egenkapital og aksjonærlån.

Samtlige av aksjonærene unntatt FC Invest er med på å finansiere oppkjøpet i samme forhold som sine respektive eierandeler i Telecomputing, og samtlige aksjonærer deltar i samme ratio i forhold til egenkapital og aksjonærlån.

Den overskytende delen er finansiert gjennom et lån fra Skandinaviska Enskilda Banken AB til Seco med finansieringsramme 126 MNOK. Alle Seco-aksjonærene er indirekte eksponert for fremmekapitalfinansieringen i Seco Invest AS”.

I vedtaket pkt. 4.2 redegjør børsen slik for øvrige rettigheter i forbindelse med investeringen:

”Aksjonærenes innflytelse i Safe følger i hovedsak aksjelovens bestemmelser. Det er avtalt at ingen aksjonærer kan kreve at Safe tvangsutløser øvrige aksjonærer.

Det er i tillegg inntatt bestemmelser hvor Nobelsystem har vetorett mot (i) vedtektsendringer som kan være av vesentlig negativ betydning for Nobelsystem og (ii) visse avtaler mellom Seco konsernet og Ferd AS eller Sabaro Investments eller deres nærstående. Forutsetningen for slik vetorett er at Nobelsystem eier minimum 3,5 % av aksjene i Seco.

Aksjonæravtalene har også bestemmelser om medsalgsrett og -plikt for Nobelsystem og forkjøpsrett for Safe dersom de øvrige aksjonærene vil selge seg ut”.

3. Sakens bakgrunn

Seco Invest AS kunngjorde i børs melding 16. november 2009 at selskapet, på visse vilkår, hadde intensjon om å fremme et frivillig tilbud på samtlige aksjer i Telecomputing. Det er redegjort nærmere for Seco ovenfor under pkt. 2, herunder er selskapets eiere og samarbeidet mellom aksjonærene i Seco omtalt, og det vises til fremstillingen der.

I brev av 18. november 2009 til børsen anførte Infix AS v/Kjetil Johnsen at avtalen mellom Seco og to minoritetsaksjonærer i Telecomputing utgjorde brudd på prinsippet om likebehandling av aksjonærer.

I brev av 20. november 2009 til Kjetil Johnsen uttalte børsen blant annet at plikten til ikke å forskjellsbehandle aksjonærer gjelder ved fremsettelse av tilbud, og at børsen antok at plikten inntreffer fra det tidspunkt tilbudet er offentliggjort.

Seco fremsatte 25. november 2009 frivillig tilbud på samtlige utestående aksjer i Telecomputing. Tilbudsdokumentet er datert 24. november 2009, og tilbudsprisen er NOK 18,15 per aksje i kontanter. Tilbudsperioden er ifølge tilbudsdokumentet fra 25. november 2009 til 7. januar 2010.

Tilbudet fra Seco ble godkjent av Oslo Børs 24. november 2009.

Infix klaget i brev av 2. desember 2009 over børsens godkjennelse av tilbudet. Infix eier ifølge klagen 134 500 aksjer i Telecomputing. Det er redegjort nærmere for klagen fra Infix nedenfor under pkt. 6, og det vises til fremstillingen der.

I faks av 4. desember 2009 klaget Steinar Johansen over børsens godkjenning. Steinar Johansen eier ifølge klagen 50 000 aksjer i Telecomputing. Det er redegjort nærmere for klagen fra Steinar Johansen nedenfor under pkt. 7, og det vises til fremstillingen der.

Børsen oversendte klagen fra Infix og Steinar Johansen til Seco m.fl. i e-poster av 4. og 7. desember 2009. Børsen foretok dessuten i et udatert notat en ny gjennomgang av rettskildene knyttet til reglene om likebehandling, og oversendte gjennomgangen til Seco og Secos eiere i e-post 4. desember 2009. Børsen stilte samtidig spørsmål til Seco, Nobelsystem og Max Bjerke for å avklare faktum.

Seco v/advokat Nicolai Klever imøtegikk klagen i brev av 8. desember 2009.

Infix og Steinar Johansen har i hvert sitt brev datert henholdsvis 9. og 10. desember 2009 kommet med kommentarer til Secos brev av 8. desember 2009.

Øvrige opplysninger om klagesaken fremgår ovenfor under punkt 1, og det vises til fremstillingen der. Det er ellers i saksdokumentene opplyst at tilbyderne i midten av november kjøpte ytterligere aksjer i Telecomputing over børs, slik at de nå representerer over 90 % av selskapets aksjer.

4. Rettslig grunnlag

Verdipapirhandelloven (lov 29. juni 2007 nr. 75) kapittel 6 inneholder regler om tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp.

Verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd lyder:

”Tilbyder skal ikke forskjellsbehandle aksjeeiere ved fremsettelse av tilbud”.

Det følger av verdipapirhandelloven § 6-19 første ledd at § 6-10 niende ledd får tilsvarende anvendelse ved frivillige tilbud som innebærer at tilbudsplikt etter § 6-1 inntreffer hvis tilbudet aksepteres av dem som kan benytte det.

5. Børsens vedtak

Børsstyrets vedtak av 16. desember 2009 inneholder en redegjørelse for sakens bakgrunn, tilbyder, avtalte vilkår for investeringen, klagen og tilsvaret. I vedtaket pkt. 7 fremgår børsens merknader, jf. nærmere gjennomgang nedenfor.

5.1 Klage over tilbudsprisen

I vedtakets pkt 7 behandler børsstyret først den delen av klagen fra Steinar Johansen som gjelder tilbudsprisen, og uttaler i den forbindelse følgende:

”Det er ikke angitt noe rettslig grunnlag for denne anførselen. Børsen kan heller ikke se at det foreligger bestemmelser som tilsier at et tilbud skal reflektere underliggende verdier og kan derfor ikke se at denne anførselen kan føre frem.

At tilbudsprisen kanskje måtte settes høyere for å nå ønsket oppslutning dersom tilbyder ikke allerede var sikret nesten 90 prosent oppslutning ved fremsettelse av budet, endrer ikke dette”.

5.2 Likebehandlingsprinsippet

Børsstyret behandler i vedtaket pkt. 7.3 flg. de to klagene når det gjelder spørsmålet om likebehandling av aksjeeiere.

I vedtaket tar børsstyret utgangspunkt i at aksjonærer og investorer fritt kan avtale samarbeid med andre, men at en begrensning følger av verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd, jf. § 6-19 første ledd. Børsstyret uttaler:

”Spørsmålet her er om bestemmelsen får anvendelse på avtaler som er inngått før tilbudet fremsettes.

Det er klart at avtaler uten tilknytning til et tilbud som er inngått og gjennomført før tilbudet faller utenfor bestemmelsen. Det høyeste vederlag tilbyder har betalt for aksjer de siste seks månedene før tilbudsplikt vil imidlertid utgjøre minstepris for et pliktig tilbud etter vphl § 6-10 (4). Tilsvarende synes det ikke omdiskutert at avtale som er inngått etter at et tilbud fremsettes, vil omfattes av bestemmelsen.

Børsen har i sin praksis tolket ”ved fremsettelse av tilbud” som en tidsmessig avgrensning slik at avtaler som er inngått før tilbudet fremsettes eller tilbudsplikten inntreffer, har vært ansett for å falle utenfor bestemmelsen. Slik også ved godkjenningen av tilbudet i herværende sak. Børsens praksis omtales nærmere lenger ned.

En alternativ tolkning er at ”ved fremsettelse av tilbud” er en saklig avgrensning. En slik tolkning innebærer at man vil måtte ta hensyn til forbudet mot forskjellsbehandling også forut for fremsettelsen av tilbudet dersom den aktuelle handling har tilstrekkelig tilknytning til et tilbud.

Selv om ordlyden åpner for en slik alternativ tolkning, trekker den mest i retning av at dette er en tidsmessig avgrensning. Som saklighetsavgrensning er ”ved fremsettelse av tilbudet” unødvendig fordi ordet ”tilbyder” og plasseringen i verdipapirhandelloven kap 6 angir tilstrekkelig det saklige anvendelsesområdet”.

Børsstyret viser til at bestemmelsen som nå er plassert i verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd, kom inn i verdipapirhandelloven 1997 § 4-10 niende ledd etter forslag fra Oslo Børs, og etter inspirasjon fra børsforskriften 1994 § 7-2. Børsstyret siterer deretter børsforskriften 1994 § 7-2, som lød:

”Alle aksjonærer omfattet av tilbudet skal behandles likt ved avgitt overtagelsestilbud og har krav på samme, fullstendige informasjon. Et tilbud skal avgis skriftlig. Tilbudet skal gjelde i minst 2 uker.”

Deretter viser børsstyret til Ot.prp. nr. 29 (1996-97) pkt. 9.2.1, der departementet blant annet uttaler at det ”slutter seg til Oslo Børs forslag om en særskilt bestemmelse som gir tilbyder en generell likebehandlingsplikt i forbindelse med at det blir satt fram tilbud.” Lovens forarbeider trekker ifølge børsstyret i retning av at bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd ikke er ment som en skarp tidsavgrensning.

Uttrykket "ved avgitt overtakelsestilbud" i børsforskriften 1994 åpner ifølge børsstyret for begge tolkninger, men trekker etter børsstyrets oppfatning isolert sett mest i retning av å være en tidsavgrensning til et tidspunkt etter avgivelse av tilbudet.

Børsstyret viser til at verdipapirhandelloven 1997 § 4-10 niende ledd ble videreført i gjeldende verdipapirhandellov uten endringer i ordlyden. Børsstyret uttaler videre:

"Med 2007-loven gjennomførte Norge EUs direktiv om selskapsovertagelser. Direktivet art 3(1) oppstiller prinsipper som medlemsstatene skal overholde ved gjennomføring av direktivet i nasjonal rett. Det første prinsippet, art 3(1)a lyder:

"all holders of the securities of an offeree company of the same class must be afforded equivalent treatment, moreover if a person acquires control of a company, the other holders of securities must be protected."

I forarbeidene til 2007-loven, NOU 2005:17 side 16, legger verdipapirhandellovutvalget til grunn at likebehandlingsprinsippet i direktivet allerede er gjennomført med verdipapirhandelloven § 4-10 siste ledd (som altså ble videreført som verdipapirhandelloven § 6-10 (9)). At det refereres til "offeree company" kan vanskelig ses som noen skarp tidsavgrensning slik Seco Invest hevder. Heller ikke det at siste bisetning viser til kontrollskiftesituasjon, kan ses som noe annet enn et saklig tilknytningspunkt. Det faktum at direktivets likebehandlingsprinsipp ikke er tidsmessig avgrenset til selve tilbudsfremsettelsen, tilsier at det heller ikke i norsk rett skal innfortolkes en slik avgrensning, jf prinsippet om at norsk rett innenfor EØS-avtalens område skal presumeres å være i tråd med EØS-retten. Heller ikke forarbeidene til 2007-loven tyder på at bestemmelsen er ment å tidsmessig avgrense forskjellsbehandlingsforbudet til avtaler inngått etter fremsettelsen av tilbud.

Sammenhengen i regelverket, kan åpne for ulik behandling av frivillige og pliktige tilbud. Bestemmelsen om frivillig tilbud får etter verdipapirhandelloven § 6-19 anvendelse på markedsmessige tilbud som fører til at den første tilbudspliktterskelen passerer dersom tilbudet aksepteres, selv om tilbudet altså ikke er rettet mot alle aksjonærer. Bestemmelsen i § 6-10 (2) om at tilbudet skal omfatte alle selskapets aksjer er ikke gitt anvendelse for frivillige tilbud. Det er således noe uklart om § 6-10 (9) skal forstås på ordet, d v s at også frivillige tilbud skal omfatte alle aksjonærer. Alternativt må den forstås som børsforskriften av 1994 § 7-2 til å gjelde de aksjonærer som er omfattet av tilbudet. I så fall er det lite naturlig med en strengt fortolket likebehandlingsplikt i frivillige tilbud".

Børsstyret påpeker at det ikke foreligger praksis fra domstoler eller Børsklagenemnden om forståelsen av bestemmelsen, og at det heller ikke har vært konkrete klagesaker om dette.

I kommentarutgave til verdipapirhandelloven 1997 av Bechmann, Bergo m.fl. side 349 vises det til børsens praksis, og det legges i kommentarutgaven til grunn at det foreligger en tidsmessig avgrensning for når forbudet mot forskjellsbehandling inntreffer.

I børsens praksis er det flere uttalelser som gir uttrykk for at bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd har en tidsavgrensning mot avtaler som er inngått før tilbudet annonseres. Børsstyret siterer følgende fra en uttalelse inntatt i Vedtak og

uttalelser 1993 side 73 vedrørende Norsk Hydros annonserte tilbud på Saga Petroleum (som gjaldt avtale inngått etter annonsering av tilbudet):

"Som nevnt vil Oslo Børs anse et tilbud fremsatt av Y som bygger på avtale, inngått etter at tilbudet er annonsert, der Z avstår fra å akseptere tilbudet mot senere å få oppgjør for sine aksjer i form av eiendeler i X, for å være i strid med kravet til likebehandling av aksjeeiere etter verdipapirhandelloven § 4-10 siste ledd jf § 4-18." (vår understrekning).

Problemstillingen omhandles ifølge børsstyret dels også i Vedtak og uttalelser 2001 side 93. Saken gjaldt en forespørsel om Finnforest, som hadde gjennomført et frivillig tilbud og var i forkant av en tilbudspliktsituasjon, kunne inngå særavtaler med noen skogeierforeninger som også var aksjonærer i Moelven ASA. Børsen antok her at denne typen aksjonæravtaler ikke var en slik forskjellsbehandling som var omfattet av likebehandlingsreglen, men uttalelsen er ifølge børsstyret noe uklar med hensyn til det tidsmessige virkeområdet, og børsstyret siterer følgende fra uttalelsen:

"Det er usikkert om forbudet i vphl § 4-10 siste ledd gjelder i et tilfelle som dette hvor akseptfristen for det frivillige tilbudet er utløpt, mens det ennå ikke er inntrådt tilbudsplikt. Etter ordlyden – "ved fremsettelse av tilbudet" synes slike tilfeller å falle utenfor. Muligens er det likevel grunnlag for å hevde at relevant forskjellsbehandling rammes også hvor man befinner seg i en "betinget tilbudspliktperiode" såfremt det er rimelig stor sannsynlighet for at tilbudsplikt vil inntre. Oslo Børs vil uansett anbefale at prinsippet følges også i den periode Finnforest nå befinner seg i."

Børsstyret viser også til Vedtak og uttalelser 1997 side 40, der det er gjengitt en uttalelse hvor det påpekes at tilbyders opsjoner før tilbudet faller utenfor likebehandlingsregelen, mens opsjoner kjøpt etter vil omfattes.

Deretter nevner børsstyret flere konkrete eksempler på tilbud som er godkjent av børsen.

Børsstyret redegjør for reelle hensyn bak likebehandlingsreglen, herunder hensynet til verdipapirmarkedets integritet. Regelen skal motvirke den fare for misbruk som ligger i spenningen mellom en eier med bestemmende innflytelse og minoriteten. I motsatt retning trekker hensynet til næringslivets behov for å foreta forretningsmessig ønskede strukturtilpasninger og utvikling.

Børsstyret viser også til at forståelsen av likebehandlingsregelen har stor betydning for hvordan selskapsovertakelser gjøres.

Børsstyret uttaler videre:

"Praksisen med å tillate enkeltaksjonærer å delta som del av budgiverselskapet gjør at tilbyderer lettere får aksjer som gir den kontroll han ønsker, hvilket gjerne gir en lavere tilbudspris. Tilbyder har fått denne kontrollen kanskje uten å måtte betale kontrollpremie, eller med en liten kontrollpremie. Utvalget av aksjonærer som inviteres med i tilbyderselskapet, vil ofte kunne være aksjonærer som ellers ville kreve høyest pris for å selge. Minoritetsaksjonærene vil kunne ha et vanskelig valg mellom et lavt tilbud og en lite likvid aksje, kanskje også uten børsnotering. Etter børsens vurdering kan denne type særavtaler utgjøre en uthuling i forhold til de hensyn

tilbudsreglene skal ivareta. En tilbyder vil for å unngå den åpne prissetting et åpent tilbud normalt gir, kunne henvende seg enkeltvis til så mange aksjonærer som er nødvendig for å få den kontroll som skal til uten kontrollskifte. Prissettingen av kontrollskifte vil da kunne foregå etter avnoteringen og utenfor tilbudsreglene.”

Deretter viser børsstyret til de svenske reglene om oppkjøpstilbud, som etter børsens syn gir veiledning for forståelsen av et mer allment likebehandlingsprinsipp ut fra markedspraksis og EU-direktivet om oppkjøpstilbud.

Børsen mener det neppe er en høyere terskel for omgjøring av godkjennelsen enn opprettholdelse av godkjennelsen. Omgjøring vil være til ugunst for tilbyder, men opprettholdelse av godkjennelsen vil være til ugunst for de øvrige aksjonærene. Børsstyret uttaler videre:

”Etter børsens oppfatning taler en samlet vurdering for at likebehandlingsbestemmelsen ikke har en skarp tidsmessig avgrensning, men får anvendelse hvor tilknytningen til en tilbudssituasjon er tilstrekkelig sterk. Børsen finner det samtidig vanskelig å brått endre praksis hvor både denne og dagens fortolkning må sies å være innenfor hva som er forsvarlig tolkning. Børsen har således under tvil kommet til at likebehandlingsbestemmelsen i verdipapirhandelloven § 6-10 (9) ikke får anvendelse på avtalene med de to aksjonærene i forkant av Seco Invests tilbud på Telecomputing. Klagen skal da sendes Børsklagenemnden for behandling”.

5.3 Subsidiært – den konkrete situasjonen

Subsidiært, for det tilfelle at Børsklagenemnden skulle komme til at verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd ikke inneholder noen streng tidsavgrensning, har børsstyret noen bemerkninger til Secos anførsler. Børsstyret viser til at Seco subsidiært har anført at avtalene ikke har en slik saklig sammenheng med tilbudet at de omfattes, og børsstyret bemerker i den forbindelse følgende:

Med en slik fortolkning vil det måtte skilles mellom det som reelt sett er en særbehandling av enkeltaksjonærer som omfattes av bestemmelsen, og det som reelt sett er etablering av aksjonærsamarbeid som faller utenfor. Ofte vil det være åpenbart hvilken kategori en avtale faller under, men i grensetilfeller vil det måtte gjøres en konkret vurdering. Momenter i en slik vurdering vil blant annet være hvor mange og hvilken type aksjonærer som kontaktes, hvem som tok initiativ, om aksjonæren bidrar med finansiering av tilbudet, om han har innflytelse i budselskapet og/eller budprosessen og hvor nær tilknytning det er mellom samarbeidsavtalen og tilbudet.

Felles for både Max Bjerke AS og Nobelssystems er at gjennomføring av tilbudet er gjort til en forutsetning for gjennomføring av samarbeidsavtalene. Max Bjerke AS er med sine 1,35 % av aksjene i Telecomputing en liten aksjonær, i hvert fall sett i forhold til Sabaro og Nobelssystem. Max Bjerke AS har vært langvarig eier i Telecomputing. Selskapet er et privat holdingselskap for eieren som er ansatt i målselskapet. Aksjonæren Max Bjerke AS skiller seg således klart ut fra majoritetseieren Sabaro og Ferd. Bidraget til finansieringen av tilbudet og innflytelse i budselskapet er svært begrenset. Videre ble Max Bjerke invitert med i tilbudskonsortiet på et sent tidspunkt og kan ikke antas å ha hatt noen som helst innflytelse i denne. Max Bjerke ble også invitert med fordi deltagelse i tilbudsselskapet av en som var med å etablere Telecomputing og med langvarig ansettelsesforhold, ble

antatt å ha en signaleffekt overfor øvrige aksjonærer. På denne bakgrunn synes Max Bjerke AS ikke naturlig sies å delta i et aksjonærsamarbeid som faller utenfor likebehandlingskravet.

Nobelsystem derimot er en langt større aksjonær med sine 11,4 %. Nobelsystem fremstår også som en annen aksjonærtype ved at selskapet er et aktivt investeringselskap av noe større størrelse. Innflytelsen i tilbyder, tilbudsprosessen og bidraget ved finansieringen er også begrenset. Innskutt kapital er begrenset til aksjer realisert ved salget. Også Nobelsystem ble invitert inn i tilbudsselskapet på et sent tidspunkt dog tidligere enn Bjerke, og det er uttalt at Nobelsystem ble invitert med for å muliggjøre oppkjøpet. Det kan derfor hevdes at også Nobelsystem i realiteten er en særbehandlet aksjonær, og ingen reell deltager i et aksjonærsamarbeid, men dette er langt mer usikkert enn for Bjerke”.

5.4 Forskjellsbehandling

Når det gjelder Secos atter subsidiære anførsel om at tilbudet til Max Bjerke AS og Nobelsystem ikke innebærer en forskjellsbehandling som kan begrunne omgjøring, uttaler børsstyret følgende:

”Børsen slutter seg ikke til Secos vurdering på dette punkt. Det er ikke grunnlag for at hevde at vederlagets art er uten betydning for likebehandlingsspørsmålet. Det ligger en åpenbar forskjell i å få tilbud om å akseptere tilbudet mot oppgjør i kontanter, alternativt tvangsinnløsning til samme pris, i motsetning til å være med videre i et selskap aksjonæren har tro på”.

5.5 Børsens konklusjon

Børsstyret fattet deretter slikt vedtak:

”Klage over vedtak om godkjenning av frivillig tilbud fra Seco Invest AS på aksjene i Telecomputing ASA tas ikke til følge. Saken oversendes Børsklagenemnden for behandling”.

6. Anførsler fra klager Infix AS

Infix AS v/eier Kjetil Johnsen påklager børsens godkjenning av tilbudet fra Seco på aksjene i Telecomputing. Tilbudet fra Seco er etter klagers oppfatning i strid med likebehandlingsprinsippet.

Infix mener børsens tolkning av børsreglementet i denne saken er ulogisk, og ikke egnet til å realisere børsreglementets intensjoner om beskyttelse av minoritetsaksjonærer. Infix begrunner i hovedsak klagen med følgende:

- Oslo Børs hevder at likebehandlingsprinsippet først gjelder når det fremsettes et formelt tilbud til minoritetsaksjonærene. Klager mener det foreligger brudd på likebehandlingsprinsippet allerede i det øyeblikk majoritetsaksjonær har initiert dialog med et utvalg av minoritetsaksjonærene. Forskjellsbehandlingen har stor praktisk betydning, fordi den etablerer en situasjon der majoritetseier settes i stand til å tvangsinnløse de øvrige minoritetsaksjonærene.

- Børsens forståelse av likebehandlingsprinsippet medfører at minoritetsaksjonærer i praksis står uten beskyttelse. Børsens tolkning innebærer at en tilbyder bare må sørge for å gjøre de nødvendige avtaler før tilbyder setter frem et formelt tilbud.
- Aksjonærer i børsnoterte selskaper bør gis en høy grad av sikkerhet og forutsigbarhet for at de får ta del i selskapenes verdiskapning over tid. Hvis ikke, åpnes det for at en gruppe aksjonærer effektivt kan sørge for at verdiene i et børsnotert selskap skjevfordeles.
- En rimelig tolkning av likebehandlingsprinsippet i saken er at majoritetsaksjonæren i Telecomputing må sette frem identisk tilbud til alle minoritetsaksjonærer i selskapet, alternativt forsøke å kjøpe utestående aksjer over børs. Bare disse fremgangsmåtene gir et legitimt grunnlag for tvangsinnløsning.
- Selv om man kan anføre at den prisen som foreslås i en eventuell fremtidig tvangsinnløsning ikke gjenspeiler selskapets verdi, er ikke det et argument for at man skal akseptere brudd på likebehandlingsprinsippet i den prosessen som eventuelt etablerer grunnlag for tvangsinnløsning.
- Så vidt klager er kjent med, har Børsklagenemnden ikke tidligere vurdert disse problemstillingene. Klager mener at en grenseoppgang når det gjelder forståelsen av likebehandlingsprinsippet har stor prinsipiell betydning utover den aktuelle saken, og det er i seg selv godt nok grunnlag for å bringe saken inn for Børsklagenemnden.

Infix mener videre at det ikke er noen tvil om at det er så åpenbar og nær sammenheng mellom tilbudet som er gitt Nobelsystem Scandinavia AS og Max Bjerke på den ene siden og de øvrige aksjonærene i Telecomputing på den andre siden, at det blir meningsløst å vurdere de to prosessene hver for seg. Den beste dokumentasjon på dette ligger i Seco Invest v/advokat Nicolai Klevers brev til Oslo Børs av 8. desember 2009, der det fremgår uttrykkelig at hensikten med å invitere med Nobelsystem og Max Bjerke, var å etablere en situasjon der de øvrige aksjonærer kunne tvangsinnløses, og at *"man anså at aksjonærene i fellesskap ville muliggjøre oppkjøpet"*.

Infix understreker videre at Oslo Børs ikke har etablert noen entydig praksis på området. Det har heller ikke vært klagesaker om denne konkrete problemstillingen. Infix uttaler i brev av 29. desember 2009 videre:

"Børsens egen praksis kan da ikke være avgjørende, og spesielt ikke i et tilfelle hvor Børsstyret selv ser at praksisen er i tvilsom samsvar med loven."

7. Anførsler fra klager Steinar Johnsen

Klager Steinar Johansen mener at Sabaro og Ferds betingede avtale med Nobelsystem Scandinavia AS og Max Bjerke AS innebærer en bevisst forskjellsbehandling av flere hundre små aksjonærer i Telecomputing. Forholdet er i strid med prinsippet om likebehandling av aksjonærer. Likebehandling foregår ved at aksjonærene får lik og samtidig tilgang til informasjon. I foreliggende sak har det foregått forhandlinger og kjøpslån om verdier med to mindre aksjonærer som får tilbud om å være med videre dersom de sikrer nok stemmer (90 prosent). Disse to aksjonærene har fått store fordeler, og de er de eneste som har fått mulighet til å delta videre på eiersiden.

Steinar Johansen viser videre til at Sabaro Investments Ltd i 2006 fremsatte et tilbud på samtlige aksjer i Telecomputing til en pris på NOK 16,80. Omsetningen i første kvartal i 2006 var på ca 125 millioner, og EBIT før ekstraordinære avsetninger var bare 8,8 millioner. Kontantstrømmen var omtrent null. Nå er imidlertid omsetningen over 212 millioner, EBIT før ekstraordinære avsetninger er 20,1 millioner, og kontantstrømmen 36,6 millioner. Tilbudet som klager nå skal tvangsutløses med, er på NOK 18,15. Tilbudsprisen bør ligge på minst det dobbelte før det godtas av børsen og småaksjonærene.

8. Seco Invest AS' anførsler

Seco Invest AS v/advokat Nicolai Klever krever at børsens vedtak om å godkjenne det frivillige tilbudet opprettholdes.

Det finnes etter Secos oppfatning ikke hjemmel for omgjøring av godkjennelsesvedtaket. Seco har heller ikke forskjellsbehandlet de øvrige aksjonærene i Telecomputing.

8.1 Tidsavgrensning i verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd

Seco legger til grunn at klagerne har ment å vise til bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd. Børsens gjennomgang av rettskildesituasjonen bygger på et eventuelt brudd på nevnte bestemmelse.

Børsen åpner i sin gjennomgang av rettskildesituasjonen etter Secos syn for en uriktig tolkning av verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd. Seco uttaler videre:

"Bestemmelsen må forstås slik at det gjelder forbud mot å forskjellsbehandle aksjeeiere som er omfattet av tilbudet. I dette tilfellet har tre aksjeeiere og en ikke-aksjeeier i fellesskap fremmet et tilbud gjennom tilbyderselskapet, og slike felles bud er ikke omfattet av bestemmelsen. Dette følger direkte av en språklig forståelse av ordlyden "ved fremsettelse av tilbud". Et forbud mot forskjellsbehandling vil derfor inntre etter at tilbudet er fremsatt og ikke forut for at tilbudet fremmes. Det er derfor riktig som Oslo Børs skriver i sitt brev av 20. november 2009 at dette innebærer et tidsmessig skille for når bestemmelsen kommer til anvendelse."

Verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd tilsvarer verdipapirhandelloven 1997 § 4-10 niende ledd. Seco Invest viser til forarbeidene til sistnevnte bestemmelse, jf. Ot.prp. nr. 29 (1996-97) side 65 og side 83. Seco Invest viser også til den tidligere børsforskriften § 7-2, der første punktum lød (Seco Invests understrekning):

"Alle aksjonærer omfattet av tilbudet skal behandles likt ved avgitt overtagelsestilbud og har krav på samme, fullstendige informasjon."

En språklig forståelse av den tidligere forskriftsbestemmelsen støtter Seco Invests syn om at det kun er "aksjonærer omfattet av tilbudet" som skal behandles likt. Videre inntre likebehandlingsplikten kun ved avgitt overtagelsestilbud, slik at det etter nevnte forskriftsbestemmelse var angitt en tidmessig avgrensning. Børsen har i sin oversikt over rettskildene lagt til grunn en uriktig forståelse av historikken til verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd.

I dette tilfellet er alle aksjonærer som er omfattet av tilbudet gitt samme rett, nemlig et kontant oppgjør på NOK 18,15 per aksje. Det finnes ikke holdepunkter for at lovgiver ønsket å endre rettstilstanden ved ny verdipapirhandellov.

Børsen har stilt spørsmål om norsk rett er i strid med EUs direktiv om overtakelsestilbud på dette punkt. Seco Invest mener børsen legger en uriktig forståelse av direktivteksten til grunn. Seco siterer følgende fra direktivet art. 3(1)a:

"all holders of the securities of an offeree company of the same class must be afforded equivalent treatment; moreover, if a person acquires control of a company, the other holders of securities must be protected;"

Begrepet "offeree company" trekker i retning av en tidsmessig avgrensning, det er først når bud er fremsatt at målselskapet kan anses som et "offeree company". Videre angir direktivet at de øvrige aksjeeierne skal beskyttes når "a person acquires control". Direktivet legger til grunn et skille hvor det først er når kontroll oppnås at de øvrige aksjeeierne skal gis beskyttelse. Det kan ikke legges til grunn at direktivet inneholder konkrete bestemmelser som hindrer en slik tidsmessig avgrensning som følger av verdipapirhandeloven § 6-10 niende ledd. Direktivet inneholder generelle bestemmelser om likebehandling, og det åpnes for at nasjonal lovgivning kan inneholde presiserende bestemmelser.

Børsen viser til at svenske regler om oppkjøpstilbud inneholder en strengere regulering av forskjellsbehandlingsbestemmelsene. Børsen kommenterer imidlertid ikke at svenske regler åpner for at det kan tilbys ulikt oppgjør, så lenge verdien er lik. Seco anser uansett børsens henvisning til de svenske reglene som lite hensiktsmessige, siden norske og svenske regler om oppkjøpstilbud på en rekke områder er totalt forskjellige.

Seco fremhever videre hvordan Oslo Børs i mange år har praktisert bestemmelsene om likebehandling i tilbudssituasjoner, og viser til Moelven-saken (vedtak og uttalelser 2001 side 94), og siterer blant annet følgende fra nevnte uttalelse:

"Formålet bak tilbudspliktreglene er først og fremst å gi minoritetsaksjonærer en exit-mulighet ved kontrollskifte samt å sikre disse en andel av en eventuell kontrollpremie. Det forhold at en tilbyder inngår aksjonæravtale med en eller flere minoritetsaksjonærer, kan ikke i seg selv ses å stride mot formålet bak reglene så fremt aksjonæravtalen regulerer forhold knyttet til utøvelsen av fremtidig eierskap. At ikke alle minoritetsaksjonærer som ikke ønsker å selge gis adgang til å bli part i en eventuell aksjonæravtale er kun et utslag av det alminnelige prinsipp om aksjonærers rett til å inngå avtale med utvalgte aksjonærer etter eget skjønn. Det kan ikke ses å foreligge tungtveiende hensyn som taler for å innskrenke denne adgangen i forbindelse med fremsettelsen av tilbud. Tvert imot vil det kunne fremstå som urimelig at tilbyderen i tilbudsperioden skulle være avskåret fra å legge til rette for utøvelse av fremtidig eierskap i selskapet i form av fremforhandling og inngåelse av en aksjonæravtale med de minoritetsaksjonærer tilbyderen ser det som interessant å samarbeide med."

Det har ikke kommet uttalelser i motsatt retning av Moelven-saken, så vidt Seco er kjent med. Børsen har i samtlige saker som Seco kjenner til lagt til grunn at forbudet mot forskjellsbehandling først inntreffer etter at tilbudet er fremsatt. Dette har dannet grunnlaget for en generell og klar oppfatning blant aktørene i markedet om at verdipapirhandeloven § 6-10

niende ledd er avgrenset til å gjelde tidsmessig fra tilbudet fremsettes. Seco mener det er feil lovanvendelse når børsen i sin gjennomgang unnlater å kommentere og vektlegge betydningen av egen, langvarig praksis.

At kravet til likebehandling må avgrenses til å gjelde fra og med tilbud fremsettes, følger også klart av kommentarutgaven til verdipapirhandelloven 1997 av Bechmann, Berge m.fl. side 349 flg.

Seco mener det må legges særlig vekt på børsens opparbeidede praksis. Tilbyder har i foreliggende sak strukturert oppkjøpet i tillit til den etablerte praksis.

Det må også tillegges svært stor vekt at en eventuell praksisendring i tillegg vil være i strid med hva børsen konkret har kommunisert til tilbyder tidligere i denne saken. Børsen har ved kontakt i forkant av godkjenningen av tilbudet fått innblikk i de faktiske sider av saken.

Samme løsning følger også av legalitetsprinsippet.

Børsens forvaltningspraksis har dessuten vært tydelig kommunisert, blant annet gjennom børsens årlige offentliggjøring av vedtak og uttalelser for foregående år. Det er i tillegg grunn til å legge betydelig vekt på børsens forvaltningspraksis fordi den er i samsvar med en naturlig forståelse av lovbestemmelsen, og fordi børsen er et kompetent besatt ekspertorgan som blant annet nettopp har blitt tillagt kompetanse i loven til å godkjenne eller avstå fra å godkjenne tilbud og tilbudsdokument.

Også reelle hensyn taler for at børsens godkjenning opprettholdes. En endring av godkjenningen vil få vidtrekkende konsekvenser og være uforholdsmessig byrdefull for Seco. Tilbyder er bundet av forpliktende låneavtaler, og har begynt å innrette seg med henblikk på gjennomføring av tilbudet, samt pådratt seg kostnader gjennom oppkjøpet. Aksjonærene i Seco er dessuten bundet av investeringsavtaler og aksjonæravtaler. Også andre markedsaktører antas å bli rammet. Etter at tilbudet ble fremsatt har handelen i Telecomputing økt betydelig, og aksjekursen ligger tett opp til tilbudsprisen.

Seco fremhever videre at adgangen til å omgjøre forvaltningsvedtak bør benyttes med varsomhet, jf. kommentarutgave til forvaltningsloven av Jan Fridtjof Bernt, kommentarene til § 33 annet ledd annet punktum.

Etter Secos oppfatning kan en endring av en innarbeidet og etablert praksis og forståelse av verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd ikke innføres midt i en tilbudsperiode, og fordrer enten en lovendring, eller at børsen tydelig gir til kjenne at man vil endre praksis i fremtidige saker.

8.2 Samarbeidet mellom Seco-aksjonærene

Uavhengig av kravet til tidmessig avgrensning når det gjelder anvendelsesområdet for verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd, har Seco behov for å nyansere informasjonen om samarbeidet mellom Seco-aksjonærene. *Problemstillingen* relaterer seg tilsynelatende til om Nobelsystem og Max Bjerke er reelle deltakere i konsortiet som har fremsatt tilbudet, eller om de er minoritetsaksjonærer som har fått et annet/bedre vederlag enn hva øvrige aksjonærer får gjennom tilbudet. I den forbindelse uttaler Seco blant annet:

"Budet på TeleComputing ASA er foranlediget av langvarige samtaler mellom Ferd AS og Sabaro Investments Limited. Det ble initielt ført samtaler mellom disse to ut i fra en felles interesse for å ta selskapet av børs. Selskapet har en aksjonærstruktur som er unødvendig kostbar og basert på likviditeten i aksjen, fant disse at det ikke var hensiktsmessig å opprettholde selskapet som et børsnotert selskap.

Målsetningen var å oppnå tilstrekkelig antall aksjer til å kunne gjennomføre slike planer. Nobelsystem ble kontaktet av Ferd med forespørsel om selskapet kunne være interessert i å fortsette som aksjonær. I tillegg ble Max Bjerke kontaktet. Bakgrunnen for at disse ble kontaktet var både at oppkjøpet ville bli mindre kapitalkrevende i den forstand at Safe-Invest AS sin andel av egenkapital ble redusert, samt at man anså at aksjonærene i fellesskap ville muliggjøre oppkjøpet. I forhold til Max Bjerke var det også sentralt at dette selskapets aksjonær, Lars Oscar Bjerke, hadde vært aksjonær og ansatt i TeleComputing ASA siden etableringen av selskapet. Max Bjerke er den eneste betydelige aksjonær som er kontrollert av ansatte i TeleComputing AS. Lars Oscar Bjerke har en viktig rolle i selskapet og ble også ansett som en viktig kulturbærer som det var strategisk viktig å alliere seg med. Det ble også antatt at dette ville ha en positiv signaleffekt i forhold til de øvrige ansatte. Det er for øvrig vedtatt at enkelte ansatte skal tilbys eierandeler i selskapet etter gjennomføringen av tilbudet, i tråd med vanlig praksis."

Børsen konkluderte i brev 20. november 2009 med at avtalen mellom Seco og Nobelsystem ikke var en ren salgavtale, slik at Nobelsystem måtte konsolideres med Seco som en del av konsortiet.

Sett i sammenheng innebærer avtalene forut for tilbudet reelt sett en betinget overdragelse av ca 45 prosent av aksjene i Telecomputing fra Sabaro Investments, Nobelsystems og Max Bjerke til Ferd AS mot kontant oppgjør. Dette er viktig ved vurderingen av transaksjonens realitet. Nobelsystems og Max Bjerke får, i motsetning til øvrige aksjonærer, kun delvis kontant oppgjør for sine aksjer i Telecomputing. I stedet får de aksjer i et unotert selskap, der de, når det gjelder en eventuell exit, reelt sett er prisgitt majoritetsaksjonærens planer. Videre er de gjennom eierskapet i Seco eksponert for selskapets betjening av hele oppkjøpsfinansieringen, og tar således en betydelig risiko. Det er totaliteten som må vurderes opp mot kontantvederlaget.

Ingen forhold i faktum gjør konsortiet spesielt sammenlignet med andre tilbud som er fremmet på andre børsnoterte selskapet de seneste årene. Aksjonærstatus kan åpenbart ikke diskvalifisere en gruppering fra å kunne samarbeide om å sette frem et tilbud. Dette ville innebære et inngrep mot avtalefrihet og valgfrihet når det gjelder hvem man ønsker å samarbeide med.

En utvidende fortolkning av likebehandlingsprinsippet i verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd vil få store konsekvenser for blant annet hvordan oppkjøp i fremtiden må struktureres og finansieres, samt være i strid med hensynet til å legge til rette for forsvarlige strukturendringer i næringslivet. Minoritetsaksjonærene er for øvrig tilstrekkelig beskyttet av tilbudspliktreglene, og eventuelt reglene om tvangsinnløsning av aksjonærer i allmennaksjeloven § 4-25.

Det foreligger etter Secos syn ingen saklig sammenheng mellom avtalene og tilbudet som gjør at det foreligger særbehandling av aksjonærer.

Seco anfører videre at samarbeidet mellom aksjonærene ikke har tilstrekkelig tidsmessig tilknytning til fremsettelsen av tilbudet til å være omfattet av verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd. Samarbeidet ble drøftet mellom partene i god tid forut for at tilbudet ble fremsatt.

8.3 Innholdet av begrepet "forskjellsbehandling"

Under forutsetning av at det ikke foreligger en tidsmessig avgrensning etter verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd, anfører Seco at det ikke er noen forskjellsbehandling i saken som kan begrunne at godkjenningen av tilbudet omgjøres.

Bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd kan ikke forstås som et absolutt krav om total likebehandling, så lenge verdien av tilbudet er det samme, jf. Ot.prp. nr. 29 (1996-97) side 65, der departementet uttaler:

"... det [er] vanskelig å fastsette noe kriterium i loven som kan sikre at ikke enhver uvesentlig forskjellsbehandling anses i strid med bestemmelsen."

Seco viser også til uttalelser i NOU 1996:2 side 127-128 om likebehandling. I lovens forarbeider legges det til grunn at det er adgang til å forskjellsbehandle aksjonærene ved tilbud, så lenge det gjøres innenfor rammene om lik pris, tilbudsperiode og rett til informasjon.

Børsstyret synes å legge til grunn at verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd innebærer at tilbyder må tilby samtlige aksjonærer likt oppgjør, i dette tilfellet tilby samtlige aksjonærer å tegne aksjer i tilbyder. Dette er etter Secos oppfatning en uriktig forståelse. Reglene om tilbud er ment å sørge for at samtlige aksjonærer får en mulighet til å selge seg ut når tilbudspliktgrensene overstiges, noe aksjonærene er gitt i denne saken.

Prisen på NOK 18,15 er fremforhandlet mellom Ferd AS og Sabaro Investment som uavhengige parter. Ferd AS eide forut for dette ikke aksjer i Telecomputing. Prisen må anses å tilsvare markedspris, og er samme pris som tilbys aksjonærene under tilbudet. Aksjonærene får således tilgang til den kontrollpremie som er fremforhandlet ved kontrollskiftet. Kontrollpremien utgjør cirka 21 prosent over et vektet gjennomsnitt de siste tre måneder forut for tilbudet ble annonsert. Kontantoppgjør, som minoritetsaksjonærene er tilbudt under tilbudet, må antas å være et bedre tilbud enn aksjer i tilbyder. Seco kan ikke se at den eventuelle forskjellsbehandling i denne saken vil være en forskjellsbehandling som kan begrunne omgjøring av godkjenningen. En eventuell forskjellsbehandling i saken er etter Secos oppfatning til gunst for minoritetsaksjonærene, og således ikke omfattet av forbudet i verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd.

Seco understreker dessuten at det ikke er et alternativ for tilbyder å tilby samtlige aksjonærer å bytte sine aksjer i aksjer i tilbyder.

9. Børsklagenemndens vurdering

Det rettslige spørsmålet Børsklagenemnden har fått seg forelagt i saken, er tolkningen og anvendelsen av verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd. Bestemmelsen lyder:

"Tilbyder skal ikke forskjellsbehandle aksjeeiere ved fremsettelse av tilbud".

Slik saken er lagt frem for Børsklagenemnden, dreier den seg om likebehandlingsprinsippet kun gjelder fra og med fremsettelsen av det frivillige tilbud, eller om det også skal få virkning forut for dette tidspunkt.

Det er i børsstyrets vedtak og partenes anførsler, referert foran, grundig redegjort for rettskildebildet. Lovens ordlyd er ikke entydig, og børsen gir uttrykk for sterk tvil. Det kan heller ikke fra noen av lovforarbeidene, verken til loven av 1997 som hadde helt tilsvarende regler i § 4-18 om frivillige tilbud med henvisning til likebehandlingskravet i § 4-10 niende ledd, eller fra forarbeidene til loven av 2007, trekkes klare konklusjoner for så vidt angår spørsmålet om bestemmelsen skal forstås som tidsavgrenset til å gjelde fra og med tilbudsfremsettelsen, eller om den også favner over de tidligere inngåtte avtaler som foreligger i denne saken.

Børsklagenemnden har kommet til at en forståelse som innebærer en tidsavgrensning, må være den riktige og ha de beste grunner for seg. Denne tolkningen er etter nemndens syn den som er best forenlig med ordlyden i lovbestemmelsen, jf. tilføyelsen "*ved fremsettelse av tilbud*", en tilføyelse som ved en annen forståelse av bestemmelsens virkning i tid kunne synes overflødig. Det er på denne måte bestemmelsen har vært tolket i teorien, jfr. Bechmann, Bergo m.fl. i "*Verdipapirhandelloven Kommentirutgave*" (2002) s. 349 og Bergo "*Børs- og verdipapirrett*" (2008) s. 254.

Dette er også den forståelsen Oslo Børs har lagt til grunn i sin praksis. Denne praksis har Børsklagenemnden funnet å ville legge vekt på. For det første er det et hensyn at aktørene på børsen har innrettet seg i tillit til praksis. Dernest har også Høyesterett i tilfeller med en lovtekst som kan by på tvil, og i mangel av andre rettskilder, vektlagt forvaltningspraksis. Det kan her vises til Rt. 2000 s. 220, Rt. 1995 s. 54 og Rt. 1973 s. 87.

Oslo Børs har i hvert fall i 10 år fulgt den praksis at kravet til likebehandling etter verdipapirhandelloven § 4-10 niende ledd og senere § 6-10 niende ledd har vært tidsavgrenset til fra og med fremsettelsen av tilbudet. Her kan nevnes Vedtak og uttalelser 1999 s. 73 vedrørende Norsk Hydros annonserte bud på Saga Petroleum og Vedtak og uttalelser 2001 s. 93 om Finnforests bud på Moelven. Av senere praksis hvor børsen har godkjent at flere aksjonærer har samarbeidet om tilbud, kan nevnes Håg fra januar 2006, Super Office fra august 2008, Normann fra juli 2009, Grenland Group fra oktober 2009 og Bjørge fra november 2009.

Børsklagenemnden finner videre at en avveining av reelle hensyn også taler for at den praksis børsen har valgt, opprettholdes. Hovedargumentet mot denne praksis er at den åpner for at tilbydereren lettere kan få tilgang til aksjer som gir den kontrollen han ønsker, og at dette kan utvanne likebehandlingen av øvrige aksjonærer.

På den annen side vil en annen forståelse av bestemmelsen medføre en svært vanskelig grenseoppgang mellom hvilke forhåndsavtaler mellom aksjonærer som kan representere brudd på likebehandlingsprinsippet, og hvilke som ikke gjør det. Behovet for forutsigbarhet er meget stort når det gjelder regelverket for børsnoterte selskaper. En motsatt løsning vil gi et uoversiktlig bilde både med hensyn til når det foreligger brudd og konsekvensene av et brudd. Denne løsningen ville også vanskeliggjøre oppkjøperes behov for å kunne etablere grupper av aksjonærer med felles interesser og strategi. Det ville dermed kunne begrense mulighetene for

å legge til rette for hensiktsmessige strukturendringer i næringslivet ved at dette vil ha betydning for hvordan oppkjøp kan struktureres og finansieres.

Selv om man skulle legge til grunn den forståelse klagerne gjør seg til talsmenn for, ville det i så tilfelle ikke være noe i veien for at de to mindre aksjonærene som nå er invitert med i tilbyderselskapet, eventuelt ble invitert inn igjen som aksjonærer etter at et oppkjøp, også fra dem, var gjennomført. Det kan ikke sees å foreligge noen vektige grunner til at man skulle måtte gå slike omveier for å oppnå den ønskede løsningen.

De resterende aksjonærer vil dessuten alltid ha en beskyttelse i reglene om tilbudsplikt og reglene om tvangsinnløsning. Dersom det inngås forhåndsavtaler om aksjene i sammenheng med senere tilbud, vil aksjonærene være sikret samme pris og dermed også en eventuell kontrollpremie, jf. verdipapirhandelloven § 6-10 (4).

Børsklagenemnden finner på denne bakgrunn at både ordlyd, etablert praksis og reelle hensyn tilsier at lovbestemmelsen tolkes slik at den inneholder en tidsavgrensning.

Det skal også nevnes at Sabaro Investment Ltd og Ferd AS som uavhengige parter har forhandlet seg frem til en pris på aksjene som må antas å avspeile markedspris samt en kontrollpremie. Det er den samme pris de øvrige aksjonærer blir tilbudt. De to mindre aksjonærene som er tatt med i tilbyderselskapet, får også denne prisen. Forskjellen mellom dem og de øvrige aksjonærene er at de får være med videre i det unoterte selskapet. Her ligger det imidlertid også en risiko både med hensyn til ansvaret for lånefinansieringen og selskapets videre utvikling.

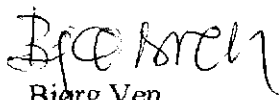
Når det gjelder klagen fra Steinar Johansen over tilbudsprisen, vises til det som sies i børsens vedtak under punkt 7.2, noe Børsklagenemnden slutter seg til. Som nevnt ovenfor er tilbudsprisen fremkommet etter forhandlinger mellom to uavhengige parter. For øvrig dreier det seg her om et frivillig tilbud.

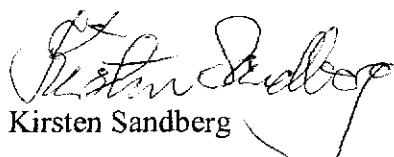
Etter det resultat nemnden her er kommet til, er det unødvendig å gå inn på de subsidiære spørsmål.

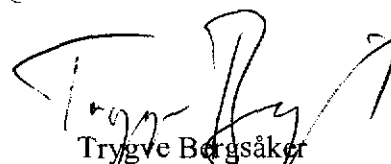
Børsklagenemnden traff deretter slikt enstemmig

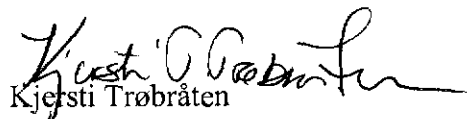
vedtak:

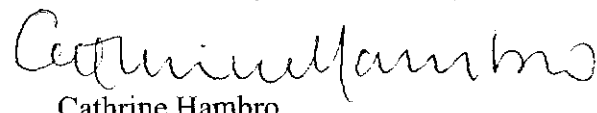
Oslo Børs vedtak av 24. november 2009 vedrørende frivillig tilbud fra Seco Invest AS på samtlige utestående aksjer i Telecomputing ASA, stadfestes.


Bjørg Ven


Kirsten Sandberg


Trygve Bergsåker


Kjetil Trøbråten


Cathrine Hambro