

## **BØRSKLAGENEMNDEN – SAK 3/2009**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### **2. Kort om selskapet**

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

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

### **3. Sakens bakgrunn**

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

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



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

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

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

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

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

#### **4. Rettslig grunnlag**

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

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

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

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

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

#### **5. Børsens vedtak**

I vedtak 17. juni 2009 viser børsstyret til at det i børsens praksis fra før børsloven 2007 ble lagt til grunn at en søknad om strykning ikke automatisk ble innvilget, men at det måtte foretas en avveining av de hensyn som taler for strykning (manglende oppfyllelse av opptaksvilkår) mot minoritetsaksjonærenes interesser i fortsatt notering, jf. for eksempel vedtak og uttalelser 2004 side 66. I gjeldende børslov § 25 første ledd fremgår det direkte av lovens ordlyd at strykning må vurderes opp mot de ulemper strykning vil medføre for aksjeeierne.

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



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

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

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

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

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

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

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

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

## **6. Klagers anførsler**

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

Børsen har i vedtaket blant annet lagt vekt på at oppmøteprosenten på generalforsamlingen var høy. Klager gjør oppmerksom på at det har vært vanlig med en oppmøteprosent på mellom 80 og 90 prosent på selskapets generalforsamlinger, slik at oppmøteandelen ikke kan tas til inntekt for at det har vært et særlig stort engasjement i denne saken.

I klagen heter det videre:



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

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

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

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

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

## **7. Børsklagenemndens vurdering**

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



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

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

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

På denne bakgrunn stadfester Børsklagenemnden børsstyrets beslutning.

Børsklagenemnden traff deretter slikt enstemmig

**vedtak:**

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

  
Bjørg Ven

  
Filip Truyen

  
Jøril Mæland

  
John Giverholt

  
Trygve Bergsåker