



# **VEDTAK OG UTTALELSER 1999**

## **Børsrettsdagene 2000**

**24. og 25. januar 2000**

*Avdelingsleder Dag Erik Rasmussen*

# Innholdsfortegnelse

<b>1. INNLEDNING .....</b>	<b>4</b>
1.1 GENERELT .....	4
1.2 OVERSIKT OVER SIRKULÆRER 1999 .....	5
<b>2. EMISJONSKONTROLL OG PROSPEKTPLIKT .....</b>	<b>6</b>
2.1 OVERSIKT OVER GODKJENTE PROSPEKTER/TILBUKSDOKUMENTER FORDELT PÅ KATEGORIER.....	6
2.2 OVERSIKT OVER KONTROLLERTE PROSPEKTER 1999/TILBUKSDOKUMENTER.....	7
2.3 PROSPEKTPLIKT .....	9
<i>Søknad om dispensasjon fra børsforskriften § 15-2 nr 6 - transaksjonsomkostninger (brev av 25.5.99).....</i>	<i>9</i>
<i>Spørsmål om obligasjonslån med tegningsretter til ansatte er unntatt prospektplikt (brev av 12.8.99).....</i>	<i>9</i>
<i>Prospektkrav i forbindelse med fusjon/egne aksjer – trekantfusjon med vederlagsaksjer fra børsnottet morselskap (brev av 15.9.99) .....</i>	<i>10</i>
<i>Verdipapirhandelloven § 5-2 annet ledd – unntak fra prospektplikten for tilbud med minimumsforpliktelser for den enkelte tegner over EUR 40.000 – flere transjer (brev av 10.11.99).....</i>	<i>11</i>
<i>Verdipapirhandelloven kap 5 – plikt til å utarbeide prospekt ved stiftelse av selskap (faks av 15.12.99).....</i>	<i>11</i>
<i>Verdipapirhandelloven § 5-11 siste ledd – utsendelse av akseptblankett uavhengig av prospekt (brev av 6.12.99).....</i>	<i>13</i>
<i>Plikt til å utarbeide fusjonsprospekt – flere aksjeklasser (faks av 10.2.99) .....</i>	<i>14</i>
<i>Prospektplikt etter verdipapirhandelloven kap 5 - tidspunkt for prospektplikten inntreden ved salg/emisjon (faks av 2.6.99).....</i>	<i>15</i>
<b>3. OPPTAK TIL KURSNOTERING/NOTERINGSKRAV .....</b>	<b>15</b>
3.1 OVERSIKT OVER SELSKAPER TATT OPP TIL NOTERING I 1999 .....	15
3.2 OVERFØRING AV SELSKAP FRA SMB TIL HOVEDLISTEN .....	16
<i>Opticom ASA – søknad om overflytting fra SMB til hovedlisten (vedtak av 14.12.99).....</i>	<i>16</i>
3.3 OVERFØRING AV SELSKAP FRA HOVED- TIL SMB-LISTEN .....	18
3.4 NOTERING AV RETTER.....	19
<i>PC Lan ASA – Søknad om notering av aksjer og kjøpsretter på hovedlisten ved Oslo Børs (vedtak av 21.9.99).....</i>	<i>19</i>
<i>Ivar Holding ASA – søknad om dispensasjon fra børsforskriftens § 7-2 første ledd – fortrinnsrett (vedtak av 20.4.99).....</i>	<i>21</i>
3.5 OPPTAK AKSJER/GRUNNFONDSBEVIS .....	23
<i>Enitel ASA – søknad om opptak til notering, primært på hovedlisten, sekundært på SMB-listen (vedtak av 21.6.99).....</i>	<i>23</i>
<i>Industrifinans Forvaltning ASA – søknad om opptak til notering (vedtak av 21.6.99).....</i>	<i>25</i>
<i>Oppdatering av firmaattest – konvertering av obligasjoner (brev av 3.3.99 – senere fulgt opp ved sirk. 10/99).....</i>	<i>27</i>
<b>4. STRYKNING FRA NOTERING.....</b>	<b>28</b>
4.1 OVERSIKT OVER STRYKNINGER 1999 .....	28
4.2 MIDLERTIDIG STRYKNING.....	29
<i>Midlertidig strykning av aksjene i Media Holding ASA (vedtak av 6.9.99) .....</i>	<i>29</i>
<i>Media Holding ASA – strykning (vedtak av 23.11.99).....</i>	<i>31</i>
4.3 STRYKNING PÅ INITIATIV AV BØRSEN.....	32
<i>Siem Industries Inc. ("Siem") – strykning av selskapets aksjer fra notering på Oslo Børs (vedtak av 26.10.99) .....</i>	<i>32</i>
4.4 STRYKNING ETTER SØKNAD.....	34
<i>Iby Eiendom ASA – søknad om strykning av selskapets aksjer fra notering (vedtak av 22.2.99).....</i>	<i>34</i>
<b>5. INFORMASJONSPLIKT .....</b>	<b>37</b>
<i>Børsklagenemnden - sak 1/99 (NORAL ASA).....</i>	<i>37</i>
<i>Børsklagenemnden - sak 2/99 (NORAL ASA).....</i>	<i>42</i>
<i>Provida ASA – brudd på informasjonsplikten (vedtak av 18.5.99).....</i>	<i>45</i>
<i>Motegruppen ASA – manglende informasjon om generalforsamling og utbytte (vedtak av 24.8.99) .....</i>	<i>52</i>
<i>Børsklagenemnden - sak 3/99 (ORKLA ASA).....</i>	<i>56</i>
<i>Schibsted ASA – Brudd på informasjonsplikten (vedtak av 24.8.99).....</i>	<i>61</i>
<i>Utlevering av omsetningsdata fra børsnottete selskap (brev av 19.11.99).....</i>	<i>67</i>

<b>6. FRIVILLIG TILBUD OG TILBUDSPLIKT .....</b>	<b>67</b>
<i>Pliktig tilbud – spørsmål om betydningen av tegningsretter for tilbudsprisen (faks av 18.2.99).....</i>	<i>67</i>
<i>Tilbudsplikt ved konserninterne overføringer (brev av 3.5.99).....</i>	<i>68</i>
<i>Betydningen av stemmerettsbegrensninger fastsatt i vedtektene for om tilbudsplikt foreligger (brev av 27.10.99).....</i>	<i>69</i>
<i>Forholdet mellom tvangsinnløsning etter asal § 4-25 og tilbudsplikt etter vphl § 4-1 (brev av 8.4.99).....</i>	<i>70</i>
<i>Tidspunkt for beregning av tilbudsprisen – vederlagsaksjer - pliktig tilbud (brev av 25.5.99).....</i>	<i>71</i>
<i>Adgang til å sette vilkår for pliktig tilbud (brev av 2.6.99).....</i>	<i>72</i>
<i>Likebehandling – avtale med aksjonær omfattet av tilbudet etter at dette er annonsert (brev av 9.6.99).....</i>	<i>73</i>
<i>Fastsettelse av kontantvederlag med bakgrunn i siste omsetningskurs (faks av 10.6.99).....</i>	<i>73</i>
<i>Norsk Hydro aksjer – kjøp av aksjer i tilbudsperioden (brev av 15.6.99).....</i>	<i>74</i>
<i>Fastsettelse av tilbudspris (børsmelding av 16.6.99).....</i>	<i>74</i>
<i>Tilbud fremsatt mot aksjonærene i Saga Petroleum ASA – offentliggjøring av tilbudet – forholdet til verdipapirhandelloven § 4-14 (brev av 29.6.99).....</i>	<i>75</i>
<i>Nedkittering av garanti ved pliktig tilbud.....</i>	<i>75</i>
<b>7. LIKEBEHANDLING.....</b>	<b>76</b>
<i>Avantor ASA – selskapets erverv av egne aksjer (brev av 11.3.99).....</i>	<i>76</i>
<b>8. MEDLEMSKAP OG MEDLEMMERS OPPTREDEN .....</b>	<b>78</b>
8.1 FONDSPARTNER ASA - OPPHØR AV MEDLEMSKAP (VEDTAK AV 23.12.99).....	78
8.2 NET FONDS – SUSPENSJON (VEDTAK AV 18.5.99).....	81
8.3 BRUDD PÅ BØRSREPRESENTANTREGLER.....	86
<i>Garde ASA – bruk av handelssystemet uten tilsyn av godkjent børsrepresentant (vedtak av 18.5.99).....</i>	<i>86</i>
8.4 OPPTAK AV FJERNMEDLEMMER.....	89
<b>9. DIVERSE.....</b>	<b>91</b>
9.1 HANDLEFORBUD.....	91
<i>Verdipapirhandelloven § 2-3 – periodisk handleforbud – forlengelse av futurekontrakt (faks av 20.1.99).....</i>	<i>91</i>
<i>Søknad om unntak fra handleforbud etter verdipapirhandelloven § 2-3 siste ledd – begrunnet i oppkjøpstilbud (brev av 16.2.99).....</i>	<i>92</i>
<i>Søknad om unntak fra handleforbud etter verdipapirhandelloven § 2-3 siste ledd – utvanning som følge av fusjon (brev av 25.1.99).....</i>	<i>93</i>
<i>Verdipapirhandelloven § 2-3 - identifisering mellom primærinnsider og selskap eiet eller kontrollert av primærinnsideren (brev av 27.4.99).....</i>	<i>95</i>
<i>Søknad om dispensasjon etter verdipapirhandelloven § 2-3 – forhåndsaksept av salg av aksjer (brev av 11.10.99).....</i>	<i>95</i>
9.2 FORHOLD TIL BØRSMEDLEMMER.....	96
<i>Alfred Berg Norge ASAs tilretteleggeroppdrag for og analyse av Tandberg Television ASA (brev av 19.11.99).....</i>	<i>96</i>
<i>Anmodning om sletting av handel (faks av 11.5.99).....</i>	<i>97</i>
9.3 MELDEPLIKT.....	98
<i>Flagge/meldeplikt – aksjer stillet til disposisjon av primærinnsider overfor tredjepart (brev av 14.4.99).....</i>	<i>98</i>
9.4 FLAGGING, VPHL § 3-2 .....	99
<i>Anmeldelse – verdipapirhandellovens bestemmelser om flagging (brev av 5.10.99).....</i>	<i>99</i>
<i>Flaggingsplikt - aksjefond i ulike land (faks av 9.3.99).....</i>	<i>102</i>

# 1. Innledning

## 1.1 Generelt

Saksbehandlingen i 1999 har vært preget av stor aktivitet knyttet til oppkjøp og fusjoner. Det nevnes særlig budkampen og oppkjøpet av Saga Petroleum ASA. Det har funnet sted en betydelig netto avgang av selskaper med noterte aksjer. Strykningene har dels vært initiert av børsen og dels av selskapene selv - både som følge av gjennomført tvangsinnløsning etter gjennomført pliktig tilbud og som følge av manglende egnethet for notering. Det har fra børsens side vært foretatt en opprydding i forhold til plassering i listestrukturen i tråd med børsforskriften § 2-2 slik denne ble ved endringen som trådte i kraft 5. februar 1999.

Den omfattende endringen av børsforskriften pr ovennevnte dato har også på andre måter vært med på å prege saksbehandlingen.

Børsen hadde i 1999 et skjerpet fokus på overvåkning og kontroll, da særlig knyttet til markedsovervåkning. Det er innført elektronisk overvåkningssystem og børsen har utviklet og aktivt brukt virkemidler knyttet til kursnoteringen. Dette behandles som eget tema under Børsrettsdagene.

Av andre forhold som kan nevnes er at det er vedtatt handelsregler for obligasjonshandelen og for automatisk viderefremming av ordre. Oslo Børs har fått flere nye medlemmer som baserer seg på handel over internett. Oslo Børs har også fått flere nye utenlandske børsmedlemmer.

Det har fra oppstarten av det nye handelssystemet for egenkapitalinstrumenter foreligget midlertidige medlemsvilkår. Disse har vært under revisjon og man er nå i samarbeid med Norges Fondsmeglerforbund i ferd med å legge frem nye medlemsvilkår med tekniske tilknytningsavtaler for de forskjellige handelssystemene.

Tre saker har vært behandlet av Børsklagenemnden:

Sak	Selskap	Ref pkt
1/99	Noral ASA	5
2/99	Noral ASA	5
3/99	Orkla ASA	5

Kompendiet vil i hovedsak være bygget opp etter samme disposisjon som tidligere år. Det er som tidligere ikke alle sakene i kompendiet som egner seg for eller fortjener gjennomgang på Børsrettsdagene. Disse sakene er tilleggsinformasjon som vedlegges til orientering for egen lesing senere. Saker som har vært behandlet av børsstyret eller hvor det er meddelt offentlig kritikk, er i hovedsak ikke anonymisert.

Sirkulærer fra Oslo Børs er ikke vedlagt. Disse er inntatt i Børsens skriftserie "Oslo Børs - Vedtak & sirkulærer", som det kan abonneres på. Publikasjonen omfatter også Børsklagenemndens avgjørelser in extenso. Sirkulærene og en rekke børsrettslige spørsmål, er i tillegg tilgjengelige på internett ([www.ose.no](http://www.ose.no)). For øvrig vises det til oversikten over sirkulærene i pkt 1.2 nedenfor.

Det minnes om at det relevante børs- og verdipapirrettslige regelverket, herunder børsforskriften, er tilgjengelig både i norsk og engelsk versjon på vår hjemmeside.

En nyhet i kompendiet i år er en samlet oversikt (pkt 2.2) over prospekter og tilbudsdokumenter som har vært godkjent av Oslo Børs i løpet av året.

## 1.2 Oversikt over sirkulærer 1999

### Børssirkulærer 1999

Sirk nr.	Tittel	Vedlegg	Engelsk versjon	Vedlegg til engelsk versjon
1/99	Avgifter 1999	Oversikt over avgiftene for 1999	Fees for 1999 (inkl vedlegg)	
2/99	Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr 45 – selskapenes erverv av egne aksjer - forsidebrev	Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr 46 – selskapenes erverv av egne aksjer – notat	The Norwegian act concerning public share companies of 13 June 1997 No 45 – a company's acquisition of its own shares (inkl vedlegg)	
3/99	Børsmelding og bruk av ekstern rådgiver/formidler av informasjon		Stock exchange reports and the use of external advisers/information agents	
4/99	Lov om årsregnskap mv. (regnskapsloven) av 17. juli 1998 nr. 56 og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) av 13. juni 1997 nr. 45		The Norwegian Act on annual accounts, etc. (the Accounting Act) of 17 July 1998 No. 56 and the Norwegian Act on public limited companies (the Public Limited Companies' Act) of 13 June 1997 No. 45	
5/99	Endring av listestruktur for obligasjoner		Change in the listing structure for bonds	
6/99	Endring i børsforskriften – forsidebrev	Endring i børsforskriften – notat	Amendments of the Stock Exchange Regulations (inkl vedlegg)	
7/99	Oppfølging av de børsnoterte selskapenes informasjonsgivning		Following up the listed companies' disclosure practice	
8/99	Tildeling av ticker for børsnoterte obligasjonslån		Symbol for listed bonds loans	
9/99	Børspause for egenkapitalinstrumenter		Matching halt for equity instruments	
10/99	Registrering av kapitalforhøyelser		Recording of capital increases	
11/99	Informasjonsplikt ved avtale om erverv og avhendelse av eiendeler eller virksomhet, fusjon og fisjon – børsforskriften § 5-3		Information requirement in connection with agreements on acquisition and disposal of assets or business activity, merger and demerger – Stock Exchange Regulations section 5-3	
12/99	Rapportering for			

13/99	gruveselskaper Utforming av børsmeldinger	Kategorier for børsmeldinger	The Format of Stock Exchange Reports	Categories for Stock Exchange Reports
14/99	Børspause for aksjederivater			
15/99	Børsnoterte selskapers kontakt med analytikere		Listed companies' contacts with financial analysts	
16/99	Regler for automatisk ordreformidling til Oslo Børs' handelssystemer – oversendelsesbrev	Regler for automatisk ordreformidling til Oslo Børs' handelssystemer	Rules for automatic order routing to the Oslo Stock Exchange trading systems	
17/99	Markedsbaserte finansielle omløpsmidler		Marketable financial assets	
18/99	Delårsrapportering		Interim Reporting	
19/99	Oppdatering av sirk. nr. 2/98 vedr. prosedyrer og krav ved opptak av nye selskaper ved Oslo Børs' hovedliste, SMB-liste og liste for grunnfondsbevis			
20/99	Oppdatering av oversikt over meldepliktige (innsidere)		Updating of overview of parties subject to notification requirement (insiders)	

## 2. Emisjonskontroll og prospektplikt

### 2.1 Oversikt over godkjente prospekter/tilbudsdokumenter fordelt på kategorier

Kategori	Antall
Rettet emisjon	19
Fortrinnsrettsemisjon	14
Offentlig emisjon	6
Emisjon	1
Fusjon	8
Fisjon	2
Introduksjon	5
Salg, vphl § 5-3 tredje ledd	2
Ansv. konvert. Lån	1
Salg av aksjer/not. Av kjøpsretter	1
Konv. av gjeld/videresalg	1
Pliktig tilbud	21
Frivillig tilbud	23
<b>Totalt</b>	<b>104</b>

Oversikten her og under pkt 2.2 omfatter ikke registreringsprospekter iht vphl § 5-8 .

## 2.2 Oversikt over kontrollerte prospekter 1999/tilbudsdokumenter

Selskap	Prospektdato	Prospektinnhold
Adelsten	20.05.99	Frivillig tilbud
Adelsten	10.08.99	Pliktig tilbud fra Kappahl
AF-Gruppen	25.05.99	Rettet emisjon mot A-aksjonærene
Agresso	03.06.99	Offentlig emisjon
Alphatron/Kitron	29.04.99	Fusjon
Alvern	12.03.99	Ansv. konv. Lån
Avenir	23.04.99	Annehåndssalg av aksjer
Avenir	15.01.99	Annehåndssalg av aksjer, fisjons for Sysdeco, fusjonsplan + børsmeldinger
Axis	30.04.99	Frivillig tilbud fra Shield på alle aksjene
Axis Biochemicals	22.06.99	Pliktig tilbud fra Axis -Shield plc
Axis-Shield	09.06.99	Fortrinnsrettsemisjon
Bergensbanken	04.05.99	Frivillig tilbud fra Handelsbanken
Bergensbanken	03.12.99	Pliktig tilbud fra Handelsbanken
Bona	20.05.99	Fusjon med Teekay (oppkjøp av Bona)
C. Tybring-Gjedde	30.06.99	Fortrinnsrettsemisjon, rettet emisjon mot AB Custos og rettet emisjon mot ans.
Canargo Energy	10.06.99	Fortrinnsrettsemisjon
Christiania Bank og Kreditkasse	24.09.99	Friv. tilb. (fra MeritaNordbanken)om erverv av samtl. aksjer i CKR
Computer Advances Group	22.10.99	Frivillig tilbud fra Investra
Computer Advances Group	05.11.99	Fusjon med Investra
Den norske Bank	11.05.99	Fusjon med Postbanken
DnB	26.05.99	Supplement til den foreslåtte fusjon med Postbanken
Dyno	07.12.99	Frivillig tilbud fra Nordkem AS
EDB Elektronisk Databehandling	29.03.99	Fusjon med Telenor Programvare
Eidsiva Rederi	07.10.99	Off. emisjon m/fortr.rett for eksisterende aksjonærer
Elkjøp	03.12.99	Pliktig tilbud fra Dixons Stores Group Retail
Enitel	23.06.99	Off. annhåndssalg og intro
Enitel	18.10.99	Rettet emisjon
Enitel	26.10.99	Rettet emisjon
Enitel	21.12.99	Kjøp av Telia Norge, to rettede emisjoner
EverCom	27.09.99	Rettet emisjon
Finansbanken	27.01.99	Frivillig tilbud fra Storebrand på samtlige aksjer og konv. obl.lån
Finansbanken	24.08.99	Pl. tilb. kjøp samtl. aksjer+friv. tilb. kjøp samt l. utest. konv. obl. fra Storebrand
Fokus Bank	25.05.99	Pliktig tilbud fra Den danske Bank
Frontline	13.10.99	Konv. av gjeld, videresalg og rettet emisjon
Goodtech	Des. 1999	Fortrinnsrettsemisjon
Havila	26.10.99	Fortrinnsrettsemisjon
Helgeland Sparebank	10.11.99	Emisjon grunnfondsbevis + intro
Helicopter Service	30.08.99	Pliktig tilbud fra Vinland
Helicopter-Service	26.04.99	Frivillig tilbud fra Vinland, alle aksjer
Høland Sparebank	19.05.99	Emisjon GFB
I. M. Skaugen	01.07.99	Frivillig tilb. om kjøp av samtl. aksjer/Navigazione Montanari SpA
Industrifinans Forvaltning	28.05.99	Off. emisjon, off. annenhåndssalg og søknad om opptak på hovedlisten
Industrifinans Næringseiendom	06.01.99	Rettet emisjon /offentlig videresalg
Industriinvestor	30.07.99	Spredningssalg
InfoStream	14.06.99	Off. emisjon, rettet emisjon, annenhåndssalg og intro
Iplast	08.04.99	Frivillig tilbud
Iplast	22.06.99	Pliktig tilb. om kjøp av samtl. aksjer, frems. av Mikron Techn. Group Mikr. H.

Iterated Systems Inc.	29.10.99	Fortrinnsrettsemisjon
Ivar Holding	29.06.99	Fortrinnsrettsemisjon
Kansas Workwear	19.03.99	Introduksjonsprospekt
Kenor	15.07.99	Rettet emisjon
Kongsberg Automotive	24.02.99	Frivillig tilbud fra Vikaberg Ind.
Kongsberg Automotive	12.05.99	Pliktig tilbud fra Vikaberg Industri
Kongsberggruppen	15.06.99	Emisjon, konv. av ansv. lån
Kværner	11.05.99	Offentlig fortrinnsrettsemisjon av A- og B-aksjer
Linstow	27.07.99	Frivillig tilbud
Linstow	30.09.99	Pliktig tilbud fra A. Wilhelmsen ASA
Logisoft	30.06.99	Rettet emisjon
Mindex	01.12.99	Frivillig tilbud fra Crew (aksjer)
Multi-Fluid	26.+27.03.99	Fusjon med Smedvig Technologies
Natural	14.10.99	Fortrinnsrettsemisjon
Navis	05.07.99	Rettede emisjoner (to emisjoner)
NCL	08.12.99	Frivillig tilbud fra Carnival
Noral	04.02.99	Rettet emisjon
Norcool Holding	28.05.99	Frivillig tilbud fra Frigoglass
Norcool Holding	13.09.99	Pliktig tilbud fra Letel Ltd. om kjøp av samtl. aksjer i Norcool Holding
Norske Skogindustrier	12.03.99	Fusjon med Union
Ocean Rig	11.10.99	Rettede emisjoner
Orkla	21.10.99	Rettet emisjon mot A-aksjonærer
Oslo Re	11.05.99	Frivillig tilbud fra Storebrand Skade
Oslo Reinsurance Company ASA	30.12.99	Pliktig tilbud fra Storebrand Skadeforsikring ASA
PC Lan ASA	21.09.99	Utskr. av virksomhet/introd./spredning
PC-Systemer	24.06.99	Rettet emisjon mot SPCS
Petroleum Geo-Services	29.07.99	Rettet emisjon
Petrolia Drilling	10.09.99	Offentl. emisjon med fortr.rett for aksjonærer
Provida	01.02.99	Offentlig emisjon med fortrinnsrett
Saga Petroleum	04.06.99	Frivillig tilbud fra Elf
Saga Petroleum	10.06.99	Frivillig tilbud fra Norsk Hydro og Statoil
Saga Petroleum	08.07.99	Pliktig tilbud fra Norsk Hydro og Statoil
SE Labels	11.02.99	Pliktig tilbud fra Rieber & Søn
Selmer	10.12.99	Frivillig tilbud fra NCC AB (publ)
Sensor	23.07.99	Rettet emisjon + fortrinnsrettsemisjon
Simard Optronics	15.07.99	Pliktig tilbud fra Technor
Software Innovation	22.09.99	Offentl. emisjon
Sonec	16.04.99	Rettet emisjon
Sparebanken Eiker Drammen	Mai 1999	Fortrinnsrettsemisjon av grunnfondsbevis
Steen & Strøm	09.09.99	Fisjon og børsintro. Av det utfisjonerte selskapet Bøhler ASA
SuperOffice	14.06.99	Fisjon
Swan Refeer	14.06.99	Offentlig emisjon, garantiprospekt
Sydvaranger	08.11.99	Frivillig tilbud
Sydvaranger ASA	31.12.99	Pliktig tilbud fra Varanger Kraft AS
Sysdeco	26.03.99	Pliktig tilbud fra GIS Invest (datterselskap av Kistefos)
Søndenfjeldske	24.03.99	Fortrinnsrettsemisjon
Tandberg Television	29.09.99	Rettet emisjon samt oppkjøp
Tecmar Techn.	29.04.99	Rettet/offentlig emisjon
Transocean Offshore Inc.	13.04.99	Fusjon med heleid datter (datter overtakende)
Ugland Nordic Tanker	13.01.99	Pliktig tilbud
Ulstein Holding	08.02.99	Frivillig tilbud fra Vickers
Ulstein Holding	19.05.99	Pliktig tilbud fra Vickers
Waterfront	25.03.99	Fortrinnsrettsemisjon
Wenaas/Kansas Workwear	15.01.99	Tilbudsdokument / kapitalforhøyelse
Wenaas/Kansas Workwear	16.03.99	Pliktig tilbud
Western Bulk Carriers Holding	14.05.99	Salg av aksjer/notering av kjøpsretter



## 2.3 Prospektplikt

**Søknad om dispensasjon fra børsforskriften § 15-2 nr 6 - transaksjonsomkostninger (brev av 25.5.99)**

.....

Børsforskriften § 15-2 nr 6 angir at det skal gis spesifiserte opplysninger med utgifter til ulike rådgivere selskapet har benyttet i forbindelse med den omstendighet som har utløst kravet om prospekt.

Oslo Børs har notert seg at Y forventer at slike utgifter vil ligge på et meget lavt nivå sett i forhold til transaksjonens størrelse og at dette i vesentlig grad skyldes at man håndterer prosessen ved bruk av selskapets interne ressurser. Selskapets utenlandske rådgiver er inneforstått med dette og har derfor i henhold til hva som er angitt akseptert et "beskjedent vederlag" sett i forhold til hva som er vanlig. Det er imidlertid stilt som betingelse at Y forplikter seg til taushet om vederlagets størrelse. På denne bakgrunn er det angitt at det vil være uheldig om Y må offentliggjøre beløpets størrelse og at dette vil kunne svekke selskapets mulighet til å inngå tilsvarende gunstige avtaler i fremtiden. Det er i tillegg vist til at man forventer en betydelig interesse omkring tilbudet fra det internasjonale finansmiljøet. Det er angitt at transaksjonsomkostninger neppe vil overstige NOK 10 millioner og at transaksjonsverdien til sammenligning utgjør ca. NOK 16 milliarder samt at Y's "marketcap" før transaksjonen er på ca. NOK 80 milliarder. Det er på denne bakgrunn angitt at rådgivningshonorarene er "betydningsløse" i relasjon til kriteriene i børsforskriften § 14-3 og i relasjon til transaksjonen. På denne bakgrunn er det anmodet om at Oslo Børs skal dispensere fra kravet i børsforskriften § 15-2 nr 6.2.

Bestemmelsen i børsforskriften § 15-2 nr 6.2 kom inn i børsforskriften på bakgrunn av at det fra Finansdepartementets side var ønsket å fremme konkurransen mellom involverte rådgivere. Bestemmelsen innebærer en særnorsk regulering av spørsmålet omkring transaksjonsomkostninger og er en realitet som aktørene må forholde seg til. Opplysninger om det aktuelle vederlaget i dette tilfellet, som etter det angitte er beskjeden i forhold til transaksjonsverdien, må antas å fremme hva som har vært formålet med innføringen av bestemmelsen – nemlig å bevisstgjøre kjøpere av denne type tjenester samt å fremme konkurransen mellom aktørene. Oslo Børs ser at det i forbindelse med den konkrete transaksjonen kan være et behov for å unnta slike opplysninger fra offentlighet, men ut i fra et håndhevelsesmessig og prinsipielt ståsted, finner vi ikke å kunne gi dispensasjon fra børsforskriften § 15-2 nr 6.2.

.....

**Spørsmål om obligasjonslån med tegningsretter til ansatte er unntatt prospektplikt (brev av 12.8.99)**

.....

Utgangspunktet er at når en invitasjon til tegning av omsettelige verdipapirer i det norske markedet rettes til mer enn 50 personer og gjelder et beløp over ECU 40.000 så skal det utarbeides et prospekt, jf. vphl § 5-1, første ledd. Et unntak fra dette er når invitasjonen blir rettet mot selskapets ansatte og skjer på særlig gunstige vilkår, jf. vphl. § 5-4.

*I det foreliggende tilfellet må vurderingen av om obligasjonslånet vil bli utstedt på særlig gunstige vilkår avgjøres ved at den differanse som fremkommer mellom den økonomiske verdien av den lavere renten på obligasjonslånet i forhold til en reell markedsrente for et slikt obligasjonslån, går til fradrag fra verdien på tegningsrettene på tidspunktet for utstedelsen av obligasjonslånet. Vi forutsetter at man ved beregningen av tegningsrettens verdi tar hensyn til bindinger og begrensninger tilknyttet utøvelsen av tegningsrettene. Dersom den gjenværende del av verdien på tegningsrettene etter dette gir en økonomisk fordel som i forhold til investeringen i obligasjonslånet gir en rabatt på det nivå som i forarbeidene er angitt som særlig gunstige vilkår vil den planlagte transaksjonen ikke utløse plikt til å utarbeide prospekt.*

*Selskapet og dets rådgivere må selv beregne hvorvidt den aktuelle transaksjon har en slik rabatt etter anerkjente prinsipper.*

.....

***Prospektkrav i forbindelse med fusjon/egne aksjer –trekantfusjon med vederlagsaksjer fra børsnotert morselskap (brev av 15.9.99)***

.....

*Det er ikke prospektplikt etter børsforskriftens kap. 17 ved trekantfusjon (konsernfusjon) hvor både det overdragende og det overtagende selskap er aksjeselskaper og hvor vederlagsaksjene utstedes av morselskapet til det overtagende selskap, som er et børsnotert allmennaksjeselskap.*

*Unntaket i verdipapirhandelloven § 5-3 første ledd nr 3 medfører at det heller ikke er plikt til å utarbeide prospekt etter verdipapirhandelloven kap. 5. Imidlertid vil børsforskriftens krav om utarbeidelse av emisjonsprospekt hvor vederlagsaksjene overskrider terskelverdien på 10 % komme til anvendelse uavhengig av unntaket i verdipapirhandelloven § 5-3 første ledd nr 3, jf. børsforskriften § 18-1. Plikten til å utarbeide prospekt etter børsforskriften § 18-1 inntreer hvor enten pålydende eller markedsverdien av de aksjer som blir utstedt utgjør mer enn 10 % av de tilsvarende verdier (altså enten pålydende eller markedsverdi) av utstederforetakets aksjekapital for samme klasse som allerede er notert forut for emisjonen. Børsforskriften § 18-1 gir enkelte unntak fra kravet til utarbeidelse av prospekt.*

*Dersom et utstederforetak helt eller delvis benytter selskapets egne aksjer til å utstede vederlagsaksjer, regnes dette ikke som "utstedelse" av nye aksjer og skal således ikke regnes med ved beregningen av 10 % grensen i børsforskriften § 18-1. Oslo Børs vil i denne sammenheng fremheve kravet til likebehandling av aksjonærene i børsforskriften § 23-8 som også gjelder i forbindelse med selskapets erverv av egne aksjer og vi viser i denne sammenheng til børssirkulære nr 2/99.*

**Verdipapirhandelloven § 5-2 annet ledd – unntak fra prospektplikten for tilbud med minimumsforpliktelser for den enkelte tegner over EUR 40.000 – flere transjer (brev av 10.11.99)**

.....

Oslo Børs' uttalelse om forståelsen av verdipapirhandelloven § 5-2 annet ledd jf § 5-1, om unntaket fra plikten til å utarbeide prospekt når vederlaget utgjør minst EUR 40 000. Ved etableringen av X var minimumsforpliknelsen for den enkelte tegner NOK 5,0 mill, fordelt på fem trancher á NOK 1,0 mill. Tegnerne som deltok forpliktet seg til å tegne i samtlige av de fem tranchene som skulle gjennomføres i selskapet. Ved etableringen av selskapet oppfylte både totalbeløpet for hver tegner og beløpet i hver enkelt tranche kravet på EUR 40.000 i verdipapirhandelloven § 5-2 annet ledd. Prospektkravet i verdipapirhandelloven § 5-1 kom således ikke til anvendelse ved etableringen av selskapet.

De opplyser at etter omsetning av aksjer i selskapet og overdragelse av plikt til å tegne i de gjenstående tranchene, er antallet aksjonærer øket til over 50 og gjenstående forpliktelser for enkelte aksjonærer redusert. Forpliktelsen til å tegne aksjer i de gjenstående tranchene er for en aksjonær blitt redusert slik at han i hver av de gjenstående tranchene skal tegne seg for et beløp som er noe lavere enn EUR 40 000. Vedkommendes samlede forpliktelse i de gjenstående tranchene overstiger imidlertid denne grensen.

Oslo Børs er på bakgrunn av en gjennomgang av det oversendte materialet og Deres redegjørelse kommet til at de fem tranchene for innbetaling av aksjonærenes samlede forpliktelse på NOK 5,0 mill, i henhold til verdipapirhandelloven § 5-1 første ledd, siste setning, må anses som et tilbud. Oslo Børs ser i denne forbindelse hen til at den enkelte tranche ikke representerer aksjonærenes samlede forpliktelse. Gjennomføring av en enkelt tranche er kun en delvis gjennomføring av det krav som selskapet har overfor aksjonærene. Oslo Børs finner videre i en slik situasjon at kravet i verdipapirhandelloven § 5-2 annet ledd vedrørende vederlag på minst EUR 40 000 må sees i sammenheng med aksjonærenes samlede forpliktelse overfor selskapet, med den følge at prospektplikt etter verdipapirhandelloven § 5-1 ikke vil oppstå selv om enkelte aksjonærer i den enkelte tranche vil tegne aksjer for et beløp under EUR 40 000, all den tid aksjonærenes samlede forpliktelse overfor selskapet utgjør minst EUR 40 000.

.....

**Verdipapirhandelloven kap 5 – plikt til å utarbeide prospekt ved stiftelse av selskap (faks av 15.12.99)**

.....

I ovennevnte telefaks ber De om Oslo Børs vurdering knyttet til prospektplikt ved stiftelse av et selskap, A AS, der alle stifterne er ansatte i selskap B AS. Formålet med A AS skal være å kjøpe og eie 24 % av aksjer i B AS. Alle ansatte (og bare disse) i B AS skal ha anledning til å være aksjonær i A AS. Det er aktuelt at alle som pr. i dag er ansatt skal stå som stiftere av A AS.

*Verdipapirhandelloven § 5-1 fastslår at det ved tilbud om tegning av omsettelige verdipapirer som rettes til flere enn 50 personer i det norske verdipapirmarkedet og gjelder et beløp større enn 40 000 Euro, skal utarbeides prospekt etter reglene i verdipapirhandelloven kap 5.*

*Reglene om prospektkrav ved offentlige tilbud om kjøp eller tegning av finansielle instrumenter skal sikre at investorene gis relevante og fullstendige opplysninger om verdipapirene og utstederen, slik at de settes i stand til å foreta en mest mulig realistisk vurdering av den aktuelle investeringen.*

*Forarbeidene til verdipapirhandelloven behandler ikke direkte spørsmålet om hvorvidt stiftelse av et selskap hvor flere enn 50 personer opptrer som stiftere omfattes av verdipapirhandelloven § 5-1. NOU 1996:2 s 130 inneholder imidlertid i forbindelse med beskrivelse av "gjeldende rett" følgende uttalelse:*

*"I Ot prp nr 36 (1993-94) om lov om aksjeselskaper, var det foreslått endringer i aksjelovens bestemmelser om tegning av aksjer. Reglene om suksessivstiftelse ble foreslått tatt ut. Dette ville medført at andre enn stifterne ikke kan tegne aksjer i stiftelsesomgangen, og at det derfor bare ville være reglene om kapitalforhøyelser som reiser spørsmål i forhold til verdipapirhandellovens tegningsregler. "*

*Den gjengitte uttalelsen fremkommer i forbindelse med en beskrivelse av den da gjeldende aksjelovgivning, og er ikke ytterligere problematisert. Uttalelsens plassering kan muligens ses i sammenheng med beskrivelsen av de tidligere regler om tegningsinnbydelse. Oslo Børs har på denne bakgrunn ved praktisering av bestemmelsene i verdipapirhandelloven kap. 5 ikke lagt vesentlig vekt på uttalelsen.*

*Som kjent er bestemmelsen om simultanstiftelse implementert i gjeldende aksjelovgivning, jf aksjeloven av 13. juni 1997 nr 44 kap 2. Simultanstiftelse innebærer at de som skal tegne aksjene i selskapet, er sammen om å opprette stiftelsesdokumentet, og at undertegning av stiftelsesdokumentet, aksjetegningen og beslutningen om å stifte selskapet i praksis er en og samme disposisjon. Siden aksjeloven ikke lenger åpner for suksessivstiftelse, er de som tar initiativet til å opprette et aksjeselskap, henvist til å foreta en etterfølgende kapitalforhøyelse dersom de ønsker å spre aksjene til flere investorer.*

*I henhold til "Aksjeloven og allmennaksjeloven med kommentarer" s. 92 må antagelig en fremgangsmåte hvor initiativtakere først går ut med en innbydelse om å delta i selskapsstiftelsen, og at de som melder seg deretter opptrer som stiftere og er med på undertegningen av stiftelsesdokumentet, være tillatt. Oslo Børs har tidligere lagt til grunn at innbydelser til mer enn 50 personer om å delta i en selskapsstiftelse er omfattet av verdipapirhandelloven kap. 5 og således gjenstand for prospektplikt. Oslo Børs har ved denne vurderingen lagt vekt på at mulige aksjonærer ved stiftelse av et selskap i like stor grad som ved senere kapitalforhøyelser vil ha behov for fullstendige opplysninger om verdipapirene og utstederen. Ved en stiftelse hvor mange skal opptre som stiftere vil det i de fleste tilfeller kun være initiativtakerne som sitter med fullstendig informasjon. De øvrige stifterne må, etter Oslo Børs' oppfatning, sikres tilsvarende informasjon forut for gjennomføring av stiftelsen. Oslo Børs har videre sett hen til at ordlyden i verdipapirhandelloven § 5-1 omfatter forholdet, idet en stiftelse inkluderer tegning av aksjer.*

*Oslo Børs antar på denne bakgrunn at stiftelsen av A AS vil være gjenstand for prospektplikt dersom flere enn 50 personer innbys til å delta som stiftere av selskapet.*

*Som De påpeker i Deres telefaks, vil det foreligge få opplysninger om A AS forut for stiftelsen. Oslo Børs antar at det vil være opplysninger om de stiftelsestekniske data, selskapets formål, fremtidsplaner, ledelse, finansiering og den virksomhet som drives av B AS som vil være mest relevant i et prospekt. Regnskap for B AS vil etter omstendighetene også muligens måtte inntas. Oslo Børs har utover dette, på bakgrunn av Deres beskrivelse, vanskelig for å vurdere hvilke opplysninger som må inntas og hvilke som kan utelates i forhold til forskrift av 7. november 1997 nr. 1151.*

*Hvorvidt prospektplikt kan unngås dersom selskapet først stiftes med et fåtall stiftere, for deretter å gjøre en rettet emisjon til mindre enn 50 personer forholdsvis kort tid etter stiftelsen, er avhengig av om en slik ordning må anses som omgåelse av verdipapirhandelloven kap. 5. Det fremgår av verdipapirhandelloven § 5-1 første ledd, siste setning, at Børsen avgjør i tvilstilfelle om flere atskilte tilbud skal anses som ett tilbud. Oslo Børs antar generelt at en stiftelse av et selskap som har en reell begrunnelse utover omgåelse av prospektreglene ikke vil være å anse som et tilbud som må ses i sammenheng med en senere kapitalforhøyelse. Antall stiftere sett opp mot antall tegnere i en senere kapitalforhøyelse vil kunne være et moment av betydning ved en slik vurdering.*

.....

***Verdipapirhandelloven § 5-11 siste ledd – utsendelse av akseptblankett uavhengig av prospekt (brev av 6.12.99)***

*Det vises til Deres brev av 1. desember d.å. hvor det i relasjon til bestemmelsen i vphl § 5-11 siste ledd if reises spørsmål om det kan sendes ut et "salgsdokument" (som vil være et ekstrakt fra det prospektet som forutsettes godkjent) sammen med en akseptblankett.*

*Vi har notert oss de gode reelle hensyn som fremkommer for at den fremgangsmåten som er skissert i brevet skal kunne benyttes, herunder at denne fremgangsmåten antas å være forenlig med svenske regler og vil bli benyttet i forbindelse med markedsføring/salg av aksjene i Sverige.*

*På bakgrunn av ordlyden i verdipapirhandelloven § 5-11 siste ledd if, kan vi imidlertid ikke se at fremgangsmåten vil være forenlig med norske regler.*

*Vi viser i denne sammenheng til forarbeidene til verdipapirhandelloven (NOU 1996:2 s 158) hvor det heter:*

*"Prospektreglene er fastsatt for å gi investorene mulighet til å vurdere tilbudet på bakgrunn av riktige og fullstendige opplysninger om verdipapirene og utstederen. Det vil derfor ikke legges til rette for at tilbudet skal kunne aksepteres uten at de nevnte opplysninger er praktisk tilgjengelig. Utvalget foreslår at det presiseres i loven at akseptblanketten bare skal kunne sendes ut sammen med fullstendig prospekt".*

*Denne uttalelsen er fulgt opp i Ot prp nr 29 (1996-97) s 102 hvor det heter:*

*"Når det gjelder bruk av annonser mv. i tillegg til fullstendig prospekt, anser departementet det viktig at det kreves opplyst hvor prospektet kan innhentes. Departementet legger videre vekt på kravet om at akseptblankett bare kan legges frem sammen med fullstendig prospekt."*

*På denne bakgrunn vil den skisserte fremgangsmåten etter vår oppfatning ikke være i tråd med kravet i verdipapirhandelloven.*

*Som det ble nevnt i møte med finansielle rådgivere den 22. november 1999, er det imidlertid ikke noe til hinder for at markedsføring av aksjene skjer gjennom et "salgsdokument", men slik at akseptblankett kun er tilgjengelig sammen med prospektet - eller mer presist et sted hvor også prospektet er tilgjengelig. I tillegg ble det fra vår side i møtet nevnt muligheten for at prospektet og akseptblanketten samlet distribueres via internett. Det vil således ikke være noe til hinder for at "salgsdokumentet" henviser til den aktuelle internett-adressen og at akseptblanketten hentes derfra eller til steder i den fysiske distribusjonsskjeden hvor prospekt og akseptblankett samlet vil være tilgjengelig.*

.....

***Plikt til å utarbeide fusjonsprospekt – flere aksjeklasser (faks av 10.2.99)***

.....

*Saken gjelder etter det opplyste en fusjon mellom et børsnotert aksjeselskap og et unotert selskap med oppgjør i aksjer i én av to noterte aksjeklasser. Kapitalforhøyelsen vil utgjøre mindre enn 10 % av den samlede børsnoterte kapital i selskapet, men mer enn 10 % av den aksjeklasse som vil bli forhøyet..*

*Etter børsforskriften § 17-1 skal det utarbeides prospekt ved fusjoner mellom selskaper hvor minst ett av selskapene har utstedt børsnoterte aksjer. Etter annet ledd er dette likevel ikke nødvendig når bare ett av de fusjonerende selskapene er børsnotert, og pålydende- eller markedsverdi av de aksjer som utstedes i forbindelse med fusjonen utgjør "mindre enn 10 prosent av tilsvarende verdi av aksjekapitalen i samme klasse som allerede er notert" (vår understrekning). Tilsvarende unntak følger for andre kapitalforhøyelser av børsforskriften § 18-1 første ledd.*

*Spørsmålet er om unntaket kan tolkes slik at prospekt ikke er nødvendig dersom kapitalforhøyelsen utgjør mindre enn 10 prosent av det børsnoterte selskaps samlede børsnoterte kapital. For en slik fortolkning kan anføres at ordlyden som er en inkorporering av Rdir 80/390/EØF art 6 nr 3 a, med formuleringen "som allerede er notert" kanskje bare mente å angi at unoterte aksjeklasser ikke skal medregnes. Dessuten er det anført at en direkte ordlydsfortolkning virker lite rimelig når det fører til at prospekt må utarbeides ved forholdsmessig små kapitalforhøyelser.*

*Oslo Børs viser til at ordlyden gir anvisning på at kapitalforhøyelsen skal vurderes i forhold til den enkelte aksjeklasse. Vi har ikke i nevnte direktiv funnet grunnlag for noen utvidende fortolkning av unntaket. En rask undersøkelse av enkelte andre lands praktisering av samme direktivbestemmelse tyder tvert imot på at bestemmelsen praktiseres etter sin ordlyd.*

*Etter Oslo Børs' oppfatning oppstår det således plikt til å utarbeide prospekt i ovennevnte situasjon.*

.....

## **Prospektplikt etter verdipapirhandelloven kap 5 - tidspunkt for prospektpliktens inntreden ved salg/emisjon (faks av 2.6.99)**

De planlagte transaksjonene omfatter en rettet transje med videresalg av aksjer fra enkelte aksjonærer samt en rettet emisjon med tegnings/kjøpsperiode i perioden 5. juni til 20. juni 1999, rettet til færre enn femti personer. Dernest planlegges et offentlig spredningssalg av aksjer fra enkelte av de eksisterende aksjonærene med kjøpsperiode etter 22. juni 1999. Det er lagt til grunn at salget gjelder førstegangs tilbud om kjøp av omsettelige verdipapirer hvor det tidligere ikke er utarbeidet prospekt etter verdipapirhandelloven kap 5, slik at det offentlige salget vil utløse prospektplikt etter verdipapirhandelloven § 5-1 første ledd, annet pkt.

Spørsmålet her er om de to transjene er å anse som ett tilbud slik at prospektplikten utløses allerede i den rettede transje, eller om det anses som adskilte tilbud slik at prospektplikten ikke oppstår før i den offentlige transjen, jf verdipapirhandelloven § 5-1 første ledd, tredje pkt.

Om to formelt adskilte tilbud skal anses som ett tilbud etter regelen om prospektplikt vil bero på en helhetsvurdering hvor blant annet nærhet i tid, formål med oppdeling av tilbudet og andre likhetstrekk som pris, vilkår, formål med tilbudet m.v. vil ha betydning. Som det fremgår i Ot prp nr 29 (1996-97) s 91, tar bestemmelsen særlig sikte på å fange opp omgørelser ved oppdeling av tilbud.

Oslo Børs anser etter en helhetsvurdering de to beskrevne tilbud for å utgjøre adskilte tilbud i henhold til verdipapirhandelloven § 5-1, slik at prospektplikten først inntreer dagen før tilbudet i det offentlige salget kan aksepteres.

For ordens skyld gjør vi oppmerksom på at prospekt for den første transjen (eller begge i ett prospekt) likevel kan sendes børsen for kontroll, jf verdipapirhandelloven § 5-7 sjette ledd.

### **3. Opptak til kursnotering/noteringskrav**

#### **3.1 Oversikt over selskaper tatt opp til notering i 1999**

<b>Selskap</b>	<b>Dato</b>	<b>Liste</b>
Industrifinans Boligeiendom	26.1.99	SMB
Kansas Workwear, DK	26.3.99	Hovedlisten
Axis-Shield plc; UK	2.6.99	Hovedlisten
Industrifinans Forvaltning	1.7.99	Hovedlisten
Infostream	13.7.99	SMB
Enitel	13.7.99	SMB
Høland Sparebank	17.8.99	GRF
PC Lan	22.10.99	Hovedlisten
<b>Totalt: 8</b>		

## 3.2 Overføring av selskap fra SMB til hovedlisten

*Opticom ASA – søknad om overflytting fra SMB til hovedlisten (vedtak av 14.12.99)*

.....

### 4. Børsstyrets vurderinger

*Etter børsforskriften § 2-1 tredje ledd kreves det for opptak på hovedlisten at selskapet har vist positivt driftsresultat i minst ett av de siste tre årene. Det har i tillegg vært praksis for å kreve at selskapet har hatt vesentlige driftsinntekter knyttet til hovedvirksomheten. Dette kravet fremgår også av sirkulær 2/98 fra Oslo Børs. Resultatregnskapet for 1998 viser et positivt driftsresultat på MNOK 29. Selskapet oppfyller dermed formelt sett kriteriet om at det skal ha vist positivt driftsresultat for minst ett av de siste tre årene. Selskapets økonomiske situasjon synes for øvrig å være god.*

*Videre er det etter børsforskriften § 2-1 fjerde ledd et krav for opptak på hovedlisten at minst 25% av de aksjer som søkes opptatt til notering må være spredt blant minimum 500 personer som ikke har slik tilknytning til selskapet som angitt i børsforskriften § 2-3, og som hver eier aksjer som minst tilsvarer en børspost. Kravet til spredning av selskapets aksjer anses oppfylt, jf ovenfor.*

*Etter børsforskriften § 2-1 annet ledd kreves videre at kursverdien av de aksjer som søkes opptatt til børsnotering på hovedlisten må antas å være minst 300 millioner. Også kravet til markedsverdi er oppfylt for selskapet.*

*Av ovenstående fremgår at selskapet rent formelt oppfyller kravene til notering på hovedlisten. Børsforskriften legger opp til at det må gjøres en skjønnsmessig vurdering både ved flytting "opp" og "ned" i listestrukturen. Ved en vurdering av hvorvidt selskapet skal overflyttes, bør det derfor i tillegg vurderes hvorvidt selskapet kan anses egnet for notering på hovedlisten. I forbindelse med endringen av børsforskriften med ikrafttredelse fra 5. februar 1999, ble det foretatt betydelige innstramminger i forbindelse med kravene til notering på hovedlisten. Kravet til markedsverdi på hovedlisten ble øket fra NOK 10 millioner til NOK 300 millioner. I tillegg ble det innført et krav om at selskapet skal ha hatt positivt driftsresultat i minst ett av de siste tre årene. Bakgrunn for denne innstrammingen er at Oslo Børs ønsker at de selskaper som er notert på hovedlisten skal fremstå som etablerte selskaper. Selskaper som er i en prekommersiell fase kan noteres på SMB-listen dersom kravene til notering ellers er oppfylt. I utgangspunktet må det gjøres samme vurdering som ved direkte opptak på hovedlisten.*

*I forbindelse med børsstyrets vedtak av 14. august 1999, hvor Opticom ble besluttet ikke overført til hovedlisten, ble det lagt vekt på følgende forhold ved vurderingen av hvorvidt selskapet var egnet for notering på hovedlisten.*

*Børsstyret vedtok i børsstyremøte den 10. februar 1998 å ilegge Opticom et overtredelsesgebyr tilsvarende tre ganger kursnoteringsavgiften. Saken gjaldt overtredelse av informasjonsplikten i forbindelse med inngåelse av avtale med Lucent Technologies Inc.*



(...). Det at selskapet nokså nylig ble ilagt overtredelsesgebyr, kunne indikere at selskapet foreløpig ikke var tilstrekkelig "modent" for notering på hovedlisten.

Selskapet rapporterer regnskapstall halvårlig, noe de har anledning til etter børsforskriften. Fra og med år 2000 må selskapet rapportere kvartalsvis. Da selskapet på forrige søknadstidspunkt ikke hadde offentliggjort halvårstall for 1999, medførte dette problemer ved vurderingen av selskapets økonomiske stilling per søknadstidspunkt. Opticom er i stor grad priset basert på forventninger om fremtidig resultat, slik at oppdaterte regnskapstall ville vært av interesse ved vurderingen. Selskapet hadde ingen driftsinntekter i årene 1996 og 1997, mens inntektene i 1998 i stor grad var basert på engangsinntekter. Utover løpende inntekter fra en avtale med Eidopt, hadde selskapet i følge søknaden av 5. august ikke inngått andre samarbeidsavtaler som genererte løpende inntekter i 1999. Videre viste selskapet i sin søknad til at det kan generere inntekter ved å realisere aksjer i Fast. Inntekter knyttet til gevinst ved salg av aksjeposter i et tilknyttet selskap vil ikke kunne sies å være driftsinntekter knyttet til hovedvirksomheten, og blir derfor ikke relevant å trekke inn i en vurdering av hvorvidt selskapet vil oppfylle kravet om at det skal ha vesentlige driftsinntekter knyttet til hovedvirksomheten. Selskapet ble ansett fortsatt å være i en prekommersiell fase.

Basert på en helhetsvurdering, fant Oslo Børs den 14. august at selskapet på det tidspunktet ikke burde flyttes over til hovedlisten.

Selskapet har den 3. desember søkt på nytt om overflytting til hovedlisten. Når administrasjonen på Oslo Børs denne gangen under tvil finner å kunne fremme en positiv innstilling, skyldes dette at det siden august har skjedd en del med selskapet, man har et endret markedsbilde og den nylig vedtatte strategiplanen med sterk fokus på investor og likviditet.

Som nevnt overfor inngikk Opticoms heleide datterselskap TFE den 11. november i år en avtale med Intel. Intel er en av verdens ledende IT-selskaper, notert på Nasdaq, og hadde pr. 3. desember 1999 en markedsverdi på 260,3 milliarder dollar. Denne avtalen oppfattes i markedet som en anerkjennelse av selskapet og dets teknologi fra en betydelig internasjonal aktør. I tillegg gir avtalen Opticom mulighet til fremtidige inntekter i form av lisensiering av teknologi til Intel. Avtalen inneholder også bestemmelser om teknologisk samarbeid, hvor Intel stiller deler av sine ressurser til rådighet for Opticom. Denne avtalen må kunne sies å være et viktig gjennombrudd for selskapet i forhold til kommersialisering av selskapets teknologi.

Fast, hvor Opticom eier ca 44%, har i løpet av høsten inngått flere strategisk viktige avtaler med betydelige internettelskaper i USA, blant annet med Lycos, Tibco, LookSmart og Exodus. Det føres også avsluttende forhandlinger med DELL Computer Corporation ("Dell") med basis i en intensjonsavtale som ble inngått partene i august i år. (...)

Oslo Børs har nylig vedtatt en ny strategiplan. I henhold til strategiplanene er likviditet ett av hovedmålene til Oslo Børs fremover. I strategiplanen er det videre angitt at Oslo Børs skal være markedsorientert gjennom fokus på Børsens kunder, produkter og tjenester. Å tiltrekke og beholde investorer og utstedere er den viktigste faktor for å oppnå høy likviditet. Høy aktivitet i markedet er en forutsetning for pålitelig prisdannelse og effektiv handel. Det er viktig at Oslo Børs ivaretar investorenes preferanser med hensyn til likviditet og risiko. Oslo Børs ønsker å være bevisst de tjenester og produkter som tilbys kundene, og agere proaktivt til endringer i deres preferanser. Oslo Børs har i den senere tid, i likhet med Opticom selv,

*mottatt henvendelser fra markedet vedrørende listeplassering av Opticom. Det er gitt uttrykk for at institusjonelle investorer ønsker å investere i selskapet, men at de gjennom regelverk er forhindret fra å investere i SMB-selskap. Dette skyldes i første rekke at disse investorene kun kan handle aksjer som inngår i totalindeksen. Oslo Børs er i ferd med å endre indekssammensetningen, noe som først er forventet å ville skje fra annet kvartal 2000. De noterte selskapene vil da bli rangert etter likviditet, målt i turnover. De mest likvide aksjene i hver sektor vil bli representert i indeksen, slik at 60% av markedsverdien i hver sektor vil bli inkludert. Hvorvidt selskapet er notert på hovedlisten eller SMB-listen vil etter denne endringen ikke ha noe betydning for hvorvidt selskapet er representert i indeksen eller ikke.*

*Likviditeten i Opticom-aksjen det siste året, målt både i relativ spread og omløpshastighet, er i seg selv en sterk indikasjon på at investorene ved Oslo Børs ønsker denne typen aksjer i sin portefølje. Opticom er også det selskapet på SMB-listen med høyest markedsverdi, samt at selskapet med dagens markedsverdi er blant de 24 høyest prisede selskapene på Oslo Børs. Dersom regelverket tolkes slik at kun etablerte selskap som har ferdigstilt sin kommersialiseringsprosess kan noteres på hovedlisten, medfører dette at en rekke selskap med høy markedsverdi og god likviditet ikke vil kunne handles av investorer som er forhindret fra å investere i SMB-listeselskap.*

*Det er ved vurderingen også sett hen til at selskapet, så langt, har oppfylt de strategiske mål som har vært satt, blant annet slik disse ble presentert i introduksjonsprospektet fra 1997.*

.....

## **5. Vedtak**

*”Børsstyret vedtok å overføre aksjene i Opticom ASA fra SMB-listen til hovedlisten ved Oslo Børs. Første noteringsdag på hovedlisten settes til 3. januar 2000.”*

### **3.3 Overføring av selskap fra hoved- til SMB-listen**

Børsforskriften ble endret den 22. januar d.å. med ikrafttredelse den 5. februar. I forbindelse med endringene i børsforskriften ble det foretatt en innskjerping av kravene til notering på hovedlisten i forhold til kravene for notering på SMB-listen. Blant annet er det nå et krav om at selskapene skal ha en kursverdi på minst 300 millioner kroner for å kunne tas opp til notering på hovedlisten.

Videre ble det tatt inn en bestemmelse i børsforskriften vedrørende overføring av selskap fra hovedlisten til SMB-listen, jf børsforskriften § 2-2 annet ledd. Bestemmelsen i børsforskriften § 2-2 annet ledd trådte i kraft per 1. januar 2000. Nedenfor gis det et typisk eksempel på hvilke vurderinger som ble gjort i denne sammenheng. (vedtak av 14.12.99)

.....

### **3. Rettslig utgangspunkt**

*Adgangen til å overføre selskap fra hovedlisten til SMB-listen følger av børsforskriften § 2-2 annet ledd;*

*”Dersom et selskaps aksjer som er notert på hovedlisten i minst tre år har hatt en kursverdi lavere enn 300 millioner kroner eller i minst ett år har hatt en kursverdi lavere enn 150 millioner kroner, kan børstyret beslutte at selskapets aksjer skal noteres på SMB-listen.”*

.....

#### *Vurdering*

*Selskapet har hatt en markedsverdi under 150 millioner kroner i perioden 1. november 1998 til 31. oktober 1999. Markedsverdi på selskapets aksjer pr. 12. november var ca. 135 millioner kroner. Primo oktober hadde selskapet kun 273 børsposteiere. Videre hadde selskapet i perioden 5. februar 1999 til 20. september 1999 en relativ spread på hele 27,74%. Gjennomsnittlig relativ spread for alle de noterte hovedisteselskapene var 3,7% i 1998.*

*I dagens situasjon kreves det betydelige endringer før selskapet fremstår som et hovedlisteselskap..... Etter det selskapet anfører i sitt brev, foreligger det derfor på dette tidspunktet ingen konkrete planer som medfører at selskapet innen rimelig kort tid igjen vil kunne tilfredsstille markedsverdikravet for notering på hovedlisten.*

### **3.4 Notering av retter**

***PC Lan ASA – Søknad om notering av aksjer og kjøpsretter på hovedlisten ved Oslo Børs (vedtak av 21.9.99)***

.....

#### ***1. Innledning***

*..... Samtlige aksjer i PC Lan eies i dag av Merkantildata ASA (”Merkantildata”). Merkantildata vil i tilknytning til søknaden om børsnøtering gjennomføre et spredningssalg av 85 % av aksjekapitalen i PC Lan. Styret i Merkantildata har i forbindelse med spredningssalget truffet beslutning om å utstede kjøpsretter til de aksjene som vil være omfattet av spredningssalget samt å søke notering av disse kjøpsrettene.*

.....

#### ***6. Spredningssalg og kjøpsretter***

##### ***6.1 Spredningssalg***

*I forbindelse med salget av NC har Ark en rett og en plikt til å erverve aksjer til en verdi av NOK 45,5 millioner, og får tildelt 5.617.284 aksjer til kurs NOK 8,10 pr. aksje. I forbindelse med spredning av aksjene vil det bli gjennomført et rettet videresalg mot ansatte på inntil 3.260.000 aksjer dels til kurs NOK 6,48 og dels til kurs NOK 8,10 pr. aksje. Det vil også gjennomføres et rettet videresalg av 7.407.407 aksjer mot Norsk Vekst ASA til kurs NOK 8,10 pr aksje. Merkantildata vil beholde 15 % av aksjene i PC Lan. Parallelt vil det gjennomføres et offentlig videresalg av 45.114.629 aksjer, med forkjøpsrett for innehavere av kjøpsretter. Det er etablert et garantikonsortium som har forpliktet seg til å kjøpe aksjene til en kurs på NOK 8,10 såfremt kjøpsrettene utstedt til Merkantildatas og Martinssons aksjonærer ikke*

utnyttes. De aksjene som omfattes av videresalget vil bli overført til en sperret VPS-konto før videresalget. Det opprettes en ny VPS-konto i Merkantildatas navn, og 45.114.692 aksjer i PC Lan blir overført til denne konto sperret til fordel for Sundal Collier & Co. ASA.

Videresalget er planlagt å finne sted umiddelbart etter børsstyrets behandling av søknaden. Det søkes dermed om opptak til notering betinget av at tilstrekkelig spredning oppnås.

.....

## 6.2 Kjøpsrettene

Det vil utstedes totalt 45.114.692 kjøpsretter som hver gir rett til å kjøpe en aksje i PC Lan, tilsvarende 62 % av aksjekapitalen i selskapet. Kjøpsrettene søkes børsnøtert på eget grunnlag, og uavhengig av om aksjene i PC Lan besluttet å tas opp til notering.

.....

Bakgrunnen for at kjøpsrettene søkes notert er angitt å være av hensyn til at aksjonærene i Merkantildata og Martinsson skal få mulighet til å ta del i en eventuell verdiskapning ved utskillelsen av PC Lan uten å kjøpe aksjer.

.....

## 8. Oslo Børs' vurderinger

Det planlegges at videresalget skal foregå i perioden 23. september til 7. oktober då., slik at kjøpsrettene ønskes notert i denne perioden. Hvis spredningskravet er oppfylt, legges det opp til at aksjene i PC Lan kan tas opp til notering ca. 19. oktober då.

### 8.1 Kjøpsretter

Børsforskriften ("bf") kapittel 7a åpner for notering av kjøpsretter til aksjer. Herunder følger av § 7a-1 at kjøpsretter kan tas opp til børsnøtering etter søknad fra utsteder av kjøpsrettene dersom kjøpsrettene "...antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning. Ved avgjørelsen skal det legges vekt på om de underliggende aksjene er børsnøtert eller om det selskap som har utstedt aksjene på annen måte har forpliktet seg til å følge de bestemmelser i børsloven og denne forskrift som gjelder for selskaper med børsnøterte aksjer, om aksjene er tilfredsstillende båndlagt og andre forhold av betydning for om kjøpsrettene er egnet for børsnøtering...".

De underliggende aksjene vil ikke være notert i perioden kjøpsrettene søkes notert. Det meste av virksomheten er i dag allerede børsnøtert gjennom Merkantildata. Børsdirektøren antar at rettene vil ha almen interesse og at rettene vil bli gjenstand for regelmessig omsetning. Hensyntatt at innstillingen inneholder forslag til et positiv vedtak vedrørende søknad om opptak til notering av aksjene i PC Lan, at aksjene som omfattes av videresalget er tilfredsstillende båndlagt mens videresalget pågår, anses etter en helhetsvurdering kjøpsrettene i PC Lan som egnet for børsnøtering. De øvrige vilkår for notering anses også å være oppfylt, betinget av at selskapet forplikter seg til å følge de bestemmelser i børsloven og børsforskriften som gjelder selskaper med børsnøterte aksjer. Det skal også utarbeides et prospekt, som er godkjent av Oslo Børs. Prospektet vil gjelde både introduksjon av kjøpsrettene og aksjene.

## 8.2 Aksjene

Utskillelsen av PC Lan fra Merkantildata har enkelte likhetstrekk med en fisjon, hvor det i henhold til børsforskriften § 2-7 er en viss automatikk i videreføring av noteringen av utfisjonerte selskaper.

Børsdirektøren antar at aksjene i PC Lan vil være av almen interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning. Kjøpsrettene skal fordeles blant eksisterende aksjonærer i Merkantildata og Martinsson, totalt mer enn 8000 aksjonærer, som gir stor sannsynlighet for at spredningskravet blir oppfylt.

Under henvisning til at selskapet har en tilfredsstillende økonomi, finner Oslo Børs at vilkårene for notering er oppfylt, forutsatt at det oppnås tilstrekkelig spredning av aksjene samt at det foreligger et prospekt som er godkjent av Oslo Børs. De øvrige vilkårene for notering anses også å være oppfylt, herunder også krav til antatt kursverdi eller subsidiært balanseført egenkapital i henhold til selskapets proformabalanse, samt positivt driftsresultat innenfor de siste tre år.

## 9. Vedtak

”1. Børsstyret vedtok å ta kjøpsretter i PC Lan ASA opp til notering på hovedlisten. Vedtaket er betinget av at PC Lan ASA før noteringen skriftlig forplikter seg til å følge børslovens og børsforskriftens regler for foretak med børsnoteerte aksjer så lenge kjøpsrettene er notert

2. Børsstyret vedtok å ta aksjene i PC Lan ASA opp til notering på hovedlisten. Vedtaket er betinget av at det oppnås tilstrekkelig spredning av aksjene

3. Opptaket av kjøpsrettene og aksjene er betinget at det foreligger et prospekt som er godkjent av Oslo Børs,

4. Første noteringsdag for kjøpsrettene og aksjene besluttes av børsdirektøren, dog slik at første noteringsdag er senest 26. oktober 1999.”

**Ivar Holding ASA – søknad om dispensasjon fra børsforskriftens § 7-2 første ledd – fortrinnsrett** (vedtak av 20.4.99)

### 1. Innledning

Saken gjelder søknad fra Ivar Holding ASA (“Ivar Holding”) til børsstyret om dispensasjon fra plikten til å børsnote fortrinnsrett til tegning av aksjer. I medhold av børsforskriften § 7-2 første ledd ligger kompetansen til å unnta tegningsretter fra børsnoteering hos børsstyret.

.....

Søknaden er begrunnet med at det er en meget lav og uregelmessig omsetting av aksjene i Ivar Holding. På dette grunnlag antar Ivar Holding at “...tegningsrettene i dette tilfellet ikke vil tilfredsstillende de krav Oslo Børs stiller til omsettelighet mv.”

Videre anfører Ivar Holding at emisjonen størrelse på ca NOK 18,7 millioner medfører at emisjonen må anses som liten og at dette må være et moment i vurderingen i hvorvidt tegningsrettene må børsnoteeres.

Oslo Børs har gjennomgått omsetningen i Ivar Holding aksjen for 1998 og så langt i 1999. I 1999 har aksjen blitt handlet én dag, den 13. april, hvor 1000 aksjer ble solgt til kurs 13. Utskrift over handelen i aksjen viser også at det i tillegg er stilt en kjøpskurs 5 dager i 1999. I hele 1998 ble det handlet i aksjen 25 dager med et samlet volum på 41 000 aksjer slik dette fremgår av utskrift med foreløpig statistikk over handelen i aksjen for 1998.

### **3. Rettslig utgangspunkt**

Regler om børsnotering av fortrinnsrett til tegning av aksjer følger av børsforskriften § 7-2. Av børsforskriften § 7-2 første ledd følger at:

*“Fortrinnsrett til tegning av aksjer, herunder tegninsrettsaksjer, i en aksjeklasse som er eller vil bli børsnotert, skal tas opp til børsnotering med mindre børsstyret finner at rettene ikke har allmenn interesse, ikke kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning eller av andre grunner ikke anses egnet for børsnotering”*

### **4. Vurdering**

Spørsmålet er hvorvidt de tegningsretter som er foreslått utstedt av Ivar Holding i forbindelse med den planlagte kapitalforhøyelsen kan sies å ikke ha allmen interesse, eventuelt ikke kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning eller av andre grunner ikke anses egnet for børsnotering.

Bestemmelsen i børsforskriften § 7-2 første ledd gir dermed anvisning på tre alternative grunnlag og vurderingstemaer for at børsstyret skal kunne unnta tegningsrettene fra børsnotering.

Ivar Holding har anført at emisjonen må anses som liten med en totalverdi på kun NOK 18,7 millioner. Oslo Børs vil påpeke at det dreier seg om en 100 % økning av den eksisterende aksjekapital og at det sett i forhold til dette må anses som en vesentlig aksjekapitalforhøyelse for Ivar Holding. Oslo Børs legger til grunn at tegningsretter i en så omfattende fortrinnsrettsemisjon som i forholdet én til én, må antas å være av allmenn interesse.

Omsetningen av aksjene i Ivar Holding har i løpet av 1998 og så langt i 1999 vært svært begrenset. Oslo Børs finner grunn til å anta at dette vil ha betydning for omsetning av tegningsrettene i den foreslåtte kapitalforhøyelsen. Oslo Børs vurderer det imidlertid slik at det ved en så vesentlig økning av aksjekapitalen er viktig at det finnes en markeds plass for omsetning av tegningsrettene.

Oslo Børs er på bakgrunn av forannevnte av den oppfatning at det i det foreliggende tilfellet ikke finnes grunnlag for å unnta tegningsrettene fra børsnotering.

### **5. Vedtak**

Ivar Holding ASA gis ikke dispensasjon fra kravet om børsnotering av tegningsretter etter børsforskriften § 7-2 første ledd.

### 3.5 Opptak aksjer/grunnfondsbevis

*Enitel ASA – søknad om opptak til notering, primært på hovedlisten, sekundært på SMB-listen (vedtak av 21.6.99)*

#### 1. Innledning

*Enitel ASA ("Enitel") ..... har i brev av 28. mai 1999 søkt om opptak av selskapets aksjer til notering ved Oslo Børs, primært på hovedlisten og subsidiært på SMB-listen.*

.....

*Selskapet ble etablert 20. august 1996 av syv energiverk. Bakgrunnen var at energiverkene ønsket å utnytte den etablerte infrastrukturen for transport av elektrisk kraft ved utbygging av et nytt alternativt telesamband. Selskapet er lokalisert på Østerås i Bærum. Selskapet hadde en omsetning i 1998 på NOK 11,4 millioner med et årsresultat på NOK – 3,4 millioner.*

.....

*Energiverkene har fraskrevet seg sin eventuelle forkjøpsrett etter aksjonæravtalen i forbindelse med gjennomføringen av det rettet og offentlige spredningssalget av aksjer, jfr nedenfor.*

*Det antas at de to klausulene i aksjonæravtalen som omhandler forkjøpsretten og energiverkenes plikt til å tiltre aksjonæravtalen, vil ha innvirkning på aksjenes frie omsettelighet, jfr. børsforskriften § 2-4. Aksjene eiet av energiverkene antas heller ikke å ville være gjenstand for regelmessig omsetning på Oslo Børs. Dette gjenspeiles også i aksjonæravtalens omtale av forholdet mellom partene, hvor det angis at partene ser på samarbeidet som et langsiktig strategisk engasjement. Pr. 4. juni 1999 var totalt 71,1% av aksjene i selskapet eiet av energiverk som er bundet av bestemmelsene i aksjonæravtalen.*

*Forkjøpsretten energiverkene imellom vil imidlertid ikke ha innvirkning på øvrige aksjonærers frie omsetning av aksjer, men vil kun gjelde for aksjene til de aksjonærer som har inngått aksjonæravtalen. Når det gjelder klausulen om at energiverk som blir aksjonærer i selskapet må tre inn i den eksisterende aksjonæravtale, så følger det av ordlyden i avtalen at det er ved tegning av aksjer at denne klausulen slår inn. Bestemmelsen kommer til anvendelse i de tilfeller hvor Enitel gjennomfører rettede emisjoner mot energiverk som er villige til å stille sin infrastruktur til disposisjon for selskapet. Klausulen vil derfor ikke komme til anvendelse ved ordinær omsetning av aksjer over børs. Administrasjonen antar derfor at disse to klausulene i aksjonæravtalen ikke vil ha betydning for aksjenes frie omsetning for øvrige aksjonærer enn de som er forpliktet av aksjonæravtalen.*

*Ved vurdering av hvorvidt aksjene antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning, bør det imidlertid ses bort fra den andelen av aksjer som er bundet opp av aksjonæravtalens bestemmelser. Et annet forhold som taler for at man må se bort i fra disse aksjene ved vurdering av hvorvidt selskapets aksjer blir gjenstand for regelmessig omsetning, er at en rekke av de energiverk som er part i aksjonæravtalen, har avgitt en "lock-up"-erklæring overfor tilrettelegger. Per 10. juni 1999 har 37 energiverk*

underskrevet på denne erklæringen. Disse representerer 50,3% av energiverkenes samlede aksjeinnhav og 35,8% av selskapets totale aksjekapital pr. 3. juni 1999 (før emisjon og videresalg). Tilrettelegger avventer fortsatt tilbakemelding fra ytterligere 12 energiverk. Blant disse energiverkene er Statnett, som pr. 3. juni 1999 eide 23,6% av aksjene i Enitel. Statnett har signalisert at de vil undertegne "lock-up"-erklæringen. I henhold til denne erklæringen forplikter aksjonærene seg til ikke å selge aksjer i Enitel i perioden frem til selskapet har offentliggjort årsregnskapet for 1999 uten etter skriftlig samtykke fra tilrettelegger. Tilrettelegger kan dog kun nekte å gi samtykke når dette er saklig begrunnet. Denne "lock-up"-erklæringen medfører derfor ytterligere bindinger i forhold til fri omsetning av deler av selskapets aksjekapital i tillegg til det som følger av aksjonæravtalen. Kravet til regelmessig omsetning av selskapets aksjer bør derfor være oppfylt for de aksjene som er eiet av andre enn partene i aksjonæravtalen. Gitt at spredningssalget medfører at kravet til antall børsposteiere utenom aksjonærer forpliktet av aksjonæravtalen oppfylles, antas det at kravet om regelmessig omsetning, vil være oppfylt.

.....

Det er forventet at en børspost vil utgjøre 100 aksjer. På søknadstidspunktet hadde selskapet 91 aksjonærer som eide en børspost eller mer. Selskapet tilfredsstiller således ikke spredningskravet i børsforskriften § 2-1 fjerde ledd, fastsatt av børsstyret til 100 børsposteiere ved notering på SMB-listen og 500 børsposteiere ved notering på hovedlisten. Etter emisjon og videresalg forventes at selskapet aksjer vil være spredt blant allmennheten og fordelt på personer som ikke har tilknytning til selskapet i et slikt omfang at spredningskravet i børsforskriften § 2-1 er oppfylt. Det settes videre som krav at spredningen skal gjelde for aksjonærer som ikke er omfattet av aksjonæravtalen, jfr ovenfor.

.....

## **6. Vurdering og konklusjon**

Etter børsforskriften § 2-1 tredje ledd skal selskapet ha bestått i minst tre år, og skal ha drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år. Enitel ble stiftet 20. august 1996, og virksomheten har vært den samme siden stiftelsen. Selskapet har dermed formelt sett ikke bestått i minst tre år, og heller ikke drevet sin virksomhet i minst tre år. I forbindelse med treårs-kravet i børsforskriften, har selskapet i sin søknad anført følgende:

"På det tidspunkt selskapets aksjer eventuelt tas opp til notering på Oslo Børs, vil det være mindre enn 2 måneder igjen til tre års kravene er oppfylt. Dette taler for at det bør kunne dispenseres fra kravet om at selskapet skal ha bestått i minst 3 år og fra kravet om at virksomheten skal ha bestått i minst 3 år."

Forutsetningen for at børsforskriftens unntaksadgang kan gjøres gjeldende, er at investor har nok opplysninger til å danne seg en begrunnet oppfatning om selskapet, dets virksomhet og de aksjer som søkes børsnøtert. Da selskapet på vedtakstidspunktet kun vil mangle mindre enn to måneder på å tilfredsstille kravet om at selskapet og virksomheten skal ha bestått i minst tre år, anses at investorenes mulighet til å danne seg en begrunnet oppfatning av selskapet og de aksjer som søkes børsnøtert, ikke vil være vesentlig påvirket av at det formelt sett mangler mindre enn to måneder for at kravet skal være oppfylt. Med den kapitalbase selskapet har i dag, jfr. ovenfor, skulle det heller ikke foreligge vesentlig usikkerhet knyttet til selskapets økonomiske stilling de nærmeste år.



Administrasjonen finner etter dette at det bør dispenseres fra kravet om at selskapet skal ha bestått i minst tre år, jf børsforskriftens § 2-1 tredje ledd, på bakgrunn av at kursnotering antas å være i allmennhetens og investorenes interesse og at markedet her vil ha tilstrekkelige opplysninger til å danne seg en begrunnet oppfatning av selskapet og de aksjer som søkes børsnisert. Det er anledning til å sette første noteringsdag så sent som 23. august 1999, noe som vil medføre at treårskravet faktisk vil være oppfylt i det selskapet tas opp til notering. Det anses likevel ikke som nødvendig å gjøre vedtaket betinget av at første noteringsdag settes etter 20. august 1999.

Selskapets søker primært om notering av aksjene på hovedlisten. For opptak til børsnisering på hovedlisten, kreves at selskapet skal ha positivt driftsresultat i minst ett av de siste tre årene, jf. børsforskriften § 2-1, tredje ledd. Selskapet har kun avlagt årsoppgjør for 1997 og 1998, og for begge årene ble regnskapene oppgjort med negativt driftsresultat. Kravet til positivt driftsresultat er derfor ikke tilfredsstillt, og det foreligger etter børsens vurdering heller ikke tilstrekkelig grunn til å dispensere fra dette kravet, jf. børsforskriften § 2-1 tredje ledd fjerde pkt. Det vises til at selskapet har drevet sin virksomhet i dagens form i kort tid, og at virksomheten ikke lett kan sammenlignes med andre foretak notert på børsen. Selskapets aksjer tas derfor opp til notering på SMB-listen ved et positivt vedtak. Når vilkårene for notering på hovedlisten foreligger, kan selskapet søke å bli overflyttet etter reglene i børsforskriften § 2-2.

Under forutsetning av at Enitel gjennomfører den rettede emisjonen og det rettede og offentlige videresalget som omtalt under punkt 5, og derved oppnår en spredning som tilfredsstillt kravene i børsforskriften § 2-1 fjerde ledd, vurderes selskapet som egnet for børsnisering, jf. børsloven § 4-3.

## **7. Vedtak**

"Børsstyret vedtok å ta opp aksjene i Enitel ASA til notering på SMB-listen ved Oslo Børs. Det forutsettes at selskapet gjennomfører rettet emisjon og rettet og offentlig spredningssalg som omtalt i børssøknaden, og at selskapet oppnår en spredning som tilfredsstillt kravene i børsforskriften § 2-1 fjerde ledd. Spredningskravet må være oppfylt blant selskapets aksjonærer som ikke har tiltrådt aksjonæravtalen. Børsdirektøren gis fullmakt til å fastsette første noteringsdag som ikke må være senere enn 23. august 1999."

## **Industrifinans Forvaltning ASA – søknad om opptak til notering (vedtak av 21.6.99)**

### **1. Innledning**

Industrifinans Forvaltning ASA ("IFF" eller "Industrifinans Forvaltning") har i brev av 1. juni 1999 søkt om opptak av selskapets aksjer på hovedlisten, sekundært SMB-listen, ved Oslo Børs.

.....

### **4. Organisasjon og ledelse**

Konsernet har 46 ansatte. På det nåværende tidspunkt er det tre medlemmer i styret. Alle disse er ansatte i konsernet. Selskapet opplyser i prospektet at man i løpet av 1999 vil foreslå

styret utvidet med to eksterne styremedlemmer (se pkt. 6 for en drøftelse av styresammensetningen)

.....

## **6. Spesielle forhold**

### **Omsettelighet**

Selskapets aksjer er i henhold til vedtektene § 6 fritt omsettelige, dog slik at erverv ved overdragelse skal være betinget av samtykke fra selskapets styre. Det er angitt i vedtektene at slik samtykke ikke kan nektes uten saklig grunn.

Selskapet har i møter med Oslo Børs erkjent at det er oppmerksom på børsforskriftens § 2-4 om aksjers frie omsettelighet, og at dennes krav til "skjellig grunn" og at anvendelsen ikke "skaper forstyrrelser i markedet" i praksis kan gå lenger enn kravet om saklig grunn.

I prospektet er det også fremhevet at Kredittilsynet i brev til Industrifinans Forvaltning har lagt til grunn at dersom selskapet skulle få aksjonærer som eier mer enn 10%, vil disse aksjonærene også ansees for å ha en betydelig eierandel i datterselskapet Industrifinans Aktiv Forvaltning etter bestemmelsene i Verdipapirhandeloven. Eiere med en betydelig eierandel i et verdipapirforetak skal forhåndsgodkjennes av Kredittilsynet.

Administrasjonen anser ikke disse forhold å være av en slik karakter at selskapets aksjer ikke er egnet for notering.

### **Styrets sammensetning**

Selskapets tre styremedlemmer er alle aksjonærer og ansatte i konsernet. Ved vurderingen av "andre forhold av betydning for om aksjene er egnet til børsnotering" i henhold til børsforskriften § 2-1, må det blant annet legges vekt på om selskapet har en styresammensetning som muliggjør en fornuftig kontroll av selskapets administrasjon. Når styret er sammensatt utelukkende av medlemmer som nevnt over, kan det stilles spørsmål ved om dette vil være tilfelle. Selskapet har i prospektet angitt at styret i løpet av 1999 vil bli foreslått utvidet med to eksterne styremedlemmer.

Etter samtaler med Oslo Børs har selskapet besluttet å avholde ekstraordinær generalforsamling med valg eksterne medlemmer til styret innen 23. august 1999. Selskapet har bekreftet skriftlig overfor børsen at det er selskapets intensjon å avholde slik generalforsamling innen denne dato, og at det er innforstått med at selskapets aksjer ikke kan tas opp til notering før generalforsamlingsbelsutningen foreligger. Administrasjonen anser at dette kan aksepteres. Forslaget til vedtak vil på bakgrunn av dette inneholde en betingelse om at slik generalforsamlingsvedtak skal foreligge før selskapets aksjer kan tas opp til notering.

På det nåværende tidspunkt har man navnet på det ene av det to nye styremedlemmene klart.

.....

## **7. Konklusjon**

Vurdering av kravene for børsnotering slik de fremgår av børsforskriften § 2-1:

*Aksjene er utstedt av et allmennaksjeselskap*

*Kravet til kursverdi for hovedlisten anses oppfylt (minimum MNOK 300)*

*Selskapet har bestått i minst tre år, og har drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år.*

*Selskapet har offentliggjort årsregnskap og årsberetning for de tre siste år.*

*Selskapet har hatt positivt driftsresultat i samtlige av de tre siste år.*

*Krav til spredning og antall børsposteiere er ikke oppfylt på tidspunkt for søknad om børsnotering. Det forutsettes at dette vil være oppfylt etter at den offentlige emisjonen og annenhåndssalget er gjennomført rundt 22. juni 1999. Aksjene tas opp på hovedlisten dersom spredningskravet for denne listen oppnås (25% og 500 børsposteiere). Dersom det kun oppnås spredning som oppfyller kravene for SMB-listen (25% og 100 børsposteiere), vil aksjene bli tatt opp på denne listen.*

*Det er for øvrig ikke avdekket økonomiske eller organisatoriske forhold som skulle tilsi at aksjene i Industrifinans Forvaltning ASA ikke er egnet for notering. Selskapet har offentliggjort prospekt som tilfredsstiller børsforskriftens krav ved børsintroduksjoner og kapitalforhøyelser. På bakgrunn av dette anses aksjene å ha allmenn interesse, og det antas at de kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning.*

*Med unntak av kravene til spredning og antall børsposteiere, samt styresammensetningen, finner Oslo Børs at vilkårene for opptak til notering er oppfylt.*

### **Vedtak**

*”Børsstyret vedtok å ta aksjene i Industrifinans Forvaltning ASA opp til notering ved Oslo Børs. Det forutsettes at det oppnås tilstrekkelig spredning av aksjene og at selskapets styre utvides med to eksterne styremedlemmer. Børsdirektøren gis fullmakt til å bestemme opptak på hovedlisten eller SMB-listen avhengig av antall børsposteiere. Børsdirektøren gis også fullmakt til å fastsette første noteringsdag, senest 23. august 1999”*

**Oppdatering av firmaattest – konvertering av obligasjoner** (brev av 3.3.99 – senere fulgt opp ved sirk. 10/99)

.....

*Forespørselen gjaldt et ønske om å kun registrere kapitalforhøyelser som følge konvertering av konvertible obligasjoner i foretaksregisteret én gang pr. år. Obligasjonene som er utstedt til selskapets ansatte kan konverteres fire ganger pr. år til aksjer i selskapet.*

*Børsloven § 4-4 første ledd angir at ny aksjekapital skal tas opp til børsnotering når det "fra selskapet foreligger skriftlig bekreftelse om at den nye kapitalen er registrert fullt innbetalt i Foretaksregisteret og de nye aksjene er registrert i Verdipapirsentralen".*

*Børsen foretar i praksis ikke noe formelt opptak av nye aksjer ettersom disse rent faktisk kan handles når aksjene er utstedt i Verdipapirsentralen på samme verdipapirnummer som de børsnoterte aksjene. Det er derfor selskapets ansvar å sørge for at den nye kapitalen er registrert i foretaksregisteret før aksjene utstedes i Verdipapirsentralen.*

*At aksjekapital som omsettes på børsen er registrert i Foretaksregisteret er viktig fordi registreringen medfører at tegnerne av aksjer som hovedregel vil være avskåret fra å gjøre ugyldighetsinnsigelser gjeldende overfor selskapet, jf allmennaksjeloven § 2-10 jf § 10-7 tredje ledd siste pkt. Derfor vil det normalt ikke kunne oppstå tvil om gyldigheten av de aksjer som omsettes på børs. Oppdatering i foretaksregisteret kan også være av betydning for aksjonærenes mulighet til å etterleve børs- og verdipapirrettslige regler knyttet til prosenter av aksjekapitalen (flagging av større aksjeerverv og tilbudsplikt).*

*Riktignok åpner allmennaksjeloven § 11-7 første ledd annet pkt for at kapitalforhøyelser etter konvertering av lån hvor fristen varer lengre enn 12 måneder, kan meldes til foretaksregisteret årlig, senest én måned etter utløpet av regnskapsåret. Skal aksjene kunne være gjenstand for børsnotering må imidlertid kapitalforhøyelsen først være registrert i foretaksregisteret.*

*For ordens skyld gjør vi oppmerksom på at nye aksjer som ikke er like de eksisterende, for eksempel med avvikende utbytteår, må registreres på eget verdipapirnummer og noteres som sådan dersom de registreres før forskjellene bortfaller. Kopi av firmaattest skal sendes børsen, jf børsforskriften § 5-5.*

## 4. Strykning fra notering

### 4.1 Oversikt over strykninger 1999

Strykninger etter søknad	Strykning på initiativ av børsen
Adelsten Holding ASA	Ark ASA
Axis Biochemicals ASA	Finansbanken ASA
Bona Shipholding Ltd.	Fokus Bank ASA
Helicopter Services Group ASA	Linstow ASA
Hunfos Fabrikker ASA	Media Holding ASA
Iby Eiendom	Siem Industries Inc.
Iplast ASA	Tanker Navigation ASA
Jahre Tankers ASA	Color Group ASA
Kansas Wenaas A/S	
Merkur Tankers ASA	
Norcool Holding ASA	
Norway Seafoods ASA	
Saga Petroleum ASA	
Sysdeco ASA	
Thrane-Gruppen ASA	
Transocean Offshore Inc.	
Ulstein Holding ASA	
Wabo ASA	
Wenaas ASA	
<b>Totalt 19</b>	<b>Totalt 8</b>

## 4.2 Midlertidig strykning

*Midlertidig strykning av aksjene i Media Holding ASA (vedtak av 6.9.99)*

### 1. Innledning

*Den 26. august 1999 ble Oslo Børs informert om at Media Holding ASA ("MHO") hadde mottatt konkursbegjæring fra en av sine kreditorer. Som svar på dette hadde selskapet selv anmodet om gjeldsforhandlinger. Etter anmodning fra selskapet suspenderte Oslo Børs aksjene fra notering samme dag. Begrunnelsen for suspensjonen var at selskapet hadde problemer med å kontrollere informasjonsstrømmen til markedet. Den 27. august 1999 ble gjeldsforhandlingene åpnet.*

*Innen utfallet av gjeldsforhandlingene er avklart vil det ikke være mulig å sikre en forsvarlig kursnotering av selskapets aksjer. Selskapets aksjer er derfor fortsatt suspendert. Suspensjonen kan imidlertid ikke opprettholdes i mer enn 21 dager, hvilket er kortere en perioden gjeldsforhandlingene kan pågå. Selskapet har på denne bakgrunn i telefaks av 1. september 1999 søkt om at aksjene midlertidig styrkes fra notering på Oslo Børs.*

.....

### 4. Rettslig utgangspunkt

*Det rettslige utgangspunkt for midlertidig strykning følger av børsforskriften § 25-3*

:

*" Dersom det er en nærliggende mulighet for at det forhold som betinger strykning kan avklares eller fjernes innen rimelig tid, og utsteders styre eller tilsvarende organ anmoder om det, kan strykning etter reglene i § 25-2 besluttes som midlertidig strykning.*

*Børsstyrets vedtak skal angi hvilke betingelser som må være oppfylt for gjenopptakelse til børsnotering, spesielt vedrørende nødvendig informasjon til markedet og eierne av de finansielle instrumentene. Perioden for en beslutning om midlertidig strykning kan ikke overskride 4 måneder og skal fremgå av vedtaket, dog slik at gjenopptakelse kan skje tidligere dersom betingelsene for dette er oppfylt.*

*Dersom perioden for midlertidig strykning må forventes å utløpe uten at betingelsene for gjenopptakelse til børsnotering er oppfylt, eller øvrige vilkår for børsnotering ikke lenger er til stede, skal børsstyret innen periodens utløp fatte nytt vedtak om fortsatt midlertidig strykning, strykning eller gjenopptakelse til børsnotering.*

*Utsteders plikter etter bestemmelser i børsloven, børsforskriften og andre bestemmelser som pålegger utstedere av børsnoterte finansielle instrumenter plikter, opphører i den perioden de finansielle instrumentene er midlertidig strøket."*

### 5. Vurdering

#### Grunnlaget for midlertidig strykning

*MHO er suspendert på bakgrunn av at selskapet i den nåværende situasjon ikke er i stand til å sikre at børsen og markedet får rettidig og fyllestgjørende informasjon om forhold som er av betydning for kursen på selskapets aksjer.*

*Gjeldsforhandlingene medfører at personer og organer utenfor selskapet håndterer kurssensitiv informasjon i langt større grad enn det som er normalt. Disse har ingen forpliktelser overfor Oslo Børs, og de kan også mangle den nødvendige kunnskap om, og forståelse for, håndtering av kurssensitiv informasjon for et notert selskap. Dette medfører at det er stor fare for at informasjon blir ujevnt fordelt i markedet. I tillegg vil det være vanskelig å håndtere informasjonen i den situasjonen selskapet nå er i. Det er mange aktører inne i bildet, og terskelen for hva som er kurspåvirkende informasjon må antas å ha sunket betraktelig i forhold til situasjonen under normal drift.*

*På bakgrunn av dette er det Oslo Børs' vurdering at det ikke kan sikres en betryggende prisfastsettelse av selskapets aksjer. Det foreligger ikke en tilstrekkelig basis for prisfastsettelsen, og videre handel i den nåværende situasjon vil innebære et for stort innslag av risiko og spekulasjon. Slik nevnt foran vil det i tillegg være overhengende fare for at informasjonen er ulikt fordelt i markedet.*

*Etter børsforskriften § 25-1 kan ikke en suspensjon vare utover 21 dager. Gjeldsforhandlingene i selskapet vil sannsynligvis ikke være avsluttet innenfor denne fristen. Børsforskriften § 25-2 gir børsstyret mulighet til å stryke et selskaps aksjer fra notering dersom "særlige grunner" tilsier det. De forhold som er nevnt foran er etter børsens oppfatning slike særlige grunner. Etter samtale med Oslo Børs har selskapet derfor, med henvisning til børsforskriften § 25-3, anmodet om å bli midlertidig strøket.*

*Etter børsforskriften § 25-3 kan midlertidig strykning anvendes dersom det er "nærliggende mulighet for at det forhold som betinger strykning kan avklares eller fjernes innen rimelig tid". Gjeldsforhandlingene er tidsbegrenset, og man vil etter børsens oppfatning innen rimelig tid få svar på selskapets videre utvikling. Basert på de uheldige virkninger børsen mener kan oppstå ved en fortsatt notering av aksjene under gjeldsforhandlingene, er det børsens vurdering at selskapets aksjer bør midlertidig strykes under gjeldsforhandlingene eventuelt til et tidligere tidspunkt hvor situasjonen blir avklart.*

#### *Betingelser for gjenopptagelse til notering*

*Av børsforskriften følger at et vedtak om midlertidig strykning skal angi hvilke betingelser som må være oppfylt for gjenopptakelse til notering, spesielt vedrørende informasjon til markedet og eierne av de finansielle instrumentene, jf. børsforskriften § 25-3.*

*Med dette utgangspunkt og basert på de forhold som betinger den midlertidige strykningen er det børsens oppfatning at det bør settes som betingelse at selskapet før gjenopptakelse til notering, offentliggjør et prospekt etter reglene i børsforskriftens kapittel 16. Behovet for et slikt prospekt illustreres også av bestemmelsen i børsforskriftens § 25-3 om at utsteders plikter etter bestemmelser i børsloven, børsforskriften og andre bestemmelser som pålegger utstedere av børsnoterte finansielle instrumenter plikter, opphører i den perioden de finansielle instrumentene er midlertidig strøket.*

*Videre foreslår Oslo Børs at det stilles som vilkår at selskapet ved gjenopptagelse til notering fyller børsforskriftens vilkår for opptak til børsnotering, hva gjelder markedsverdi, antall børsposteiere og egnethet for notering.*

*Børsens administrasjon bør få fullmakt til helt eller delvis å unnta selskapet fra kravene til innhold prospekt og vilkårene for opptak til børsnoterings på de punkter hvor dette er naturlige ut fra selskapets tidligere notering.*

*I den perioden selskapet er midlertidig strøket vil det ikke foreligge tilbudsplikt eller flaggeplikt. Etter det børserne erfarer jobber MHO med mulige løsninger i forbindelse med gjeldsforhandlingene som vil kunne medføre at aksjonærmassen i selskapet endrer seg. Det er derfor spørsmål om det bør settes betingelser rundt dette i forbindelse med gjenopptakelse til notering.*

*Dersom selskapet ikke innen utløpet av perioden for midlertidig strykning oppfyller kravene for gjenopptakelse til notering vil børsstyret måtte fatte vedtak om fortsatt midlertidig strykning, strykning eller gjenopptakelse til børsnoterings, jf. børsforskriften § 25-3 tredje ledd.*

## **6. Vedtak**

*”Børssstyret vedtok å midlertidig stryke aksjene i Media Holding ASA fra notering fra og med tirsdag 7. september 1999. Selskapet kan gjenopptas til notering dersom forholdene rundt gjeldsforhandlingene er tilstrekkelig avklart. Videre settes det som vilkår for gjenopptakelse at selskapet oppfyller kravene til børsnoterings og at det før noteringen offentliggjøres prospekt som tilfredsstillende kravene i børsforskriftens kapittel 16.*

*Børstdirektøren gis fullmakt til å dispensere fra de kravene for opptak til børsnoterings og innhold av prospekt som anses urimelige tatt i betraktning selskapets tidligere notering på Oslo Børs.*

*Perioden for midlertidig strykning utløper 17. desember 1999, likevel slik at børstdirektøren gis fullmakt til å beslutte gjenopptakelse tidligere dersom betingelsene for dette er oppfylt.*

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

## **Media Holding ASA – strykning (vedtak av 23.11.99)**

### **1. Innledning**

*Media Holding ASA (“MHO”) er midlertidig strøket fra notering på grunn av at det ble åpnet gjeldsforhandlinger i selskapet den 27. august 1999. Den 8. november 1999 mottok Oslo Børs informasjon om at selskapets styre hadde besluttet å begjære oppbud. Konkurs ble åpnet den 9. november 1999. I brev av 9. november 1999 anmodet selskapets styreformann om at selskapets aksjer strykes permanent.*

.....

### **4. Vurdering**

*Det er klart at perioden for midlertidig strykning vil utløpe uten at betingelsene for gjenopptakelse til børsnoterings er oppfylt. Siden det er åpnet konkurs i selskapet er det hevet*

*over enhver tvil at vilkårene for børsnotering ikke lenger er tilstede. Selskapets aksjer skal derfor strykes fra notering, jfr. også børsforskriften § 25-2. Dette vil medføre at den midlertidige strykningen gjøres permanent.*

## **5. Vedtak**

*”Børsstyret vedtok å stryke aksjene i Media Holding ASA, dets konkursbo fra notering på Oslo Børs med umiddelbar virkning.*

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

## **4.3 Strykning på initiativ av børsen**

*Siem Industries Inc. ("Siem") – strykning av selskapets aksjer fra notering på Oslo Børs (vedtak av 26.10.99)*

### **1. Innledning**

*Saken gjelder strykning av selskapets aksjer fra notering på Oslo Børs som følge av manglende egnethet for notering.*

.....

### **3. Rettslig utgangspunkt**

*Etter børsloven § 4-10 første ledd kan børsstyret*

*”vedta at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det finansielle instrumentet ikke lenger tilfredsstillter vilkårene for opptak eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det. Minst to tredeler av samtlige styremedlemmer må stemme for et vedtak om strykning for at det skal være gyldig.”*

*Etter børsloven § 4-3 første ledd og børsforskriften 2-1 første ledd er det et av vilkårene for notering at ”aksjene antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning”. Et annet vilkår er at minst 25% av selskapets aksjer er spredt blant et slikt antall personer som ikke er tilknyttet selskapet, og som hver eier minst en børspost, jfr. børsforskriften § 2-1 fjerde ledd. Børsstyret har fastsatt kravet til antall børsposteiere til 500 for hovedlisten og 100 for SMB-listen.*

*Av børsforskriften § 25-2 følger det tilsvarende at børsstyret kan vedta*

*”at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det ikke lenger tilfredsstillter vilkårene for børsnotering eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det.”*

.....



## 5. Vurdering

*Kravene i børsløvs og børsforskrift er de samme for utenlandske foretak som for norske foretak. For sekundærnoterte selskaper er spredningskravene for hovedlisten i praksis knyttet til de av selskapets aksjer som er børsnøtert, herunder på primærbørsen. Et tilleggskrav for å muliggjøre regelmessig omsetning, jfr. børsløven § 4-3 første ledd og børsforskriften § 2-1 første ledd er at et antall børsposteiere som tilsvare minstekravet på SMB-listen, har sine aksjer registrert i VPS. Uten dette kan man ikke forvente regelmessig omsetning av aksjen på Oslo Børs.*

*Selskapets aksjer var i 1998 gjenstand for handel i 26 av totalt 251 børsdager. Det fant sted 40 transaksjoner hvor til sammen ca. 268.000 aksjer eller 1,4% av selskapets aksjer ble omsatt. En av transaksjonene, tilsvarende ca. 234.000 av disse aksjene, var imidlertid selskapets tilbakekjøp av egne aksjer. Handler utover dette utgjorde mao. ca 34.000 aksjer eller 0,17% av selskapets aksjer. I 1997 ble ca 44.000 aksjer omsatt, fordelt på 20 dager med omsetning.*

*I de første ni måneder av 1999 har det vært handel i aksjen i 35 dager. 1.712.126 aksjer har vært omsatt. Det må dog bemerkes at fire av transaksjonene tilsvarende 1.674.750 aksjer har vært selskapets tilbakekjøp av egne aksjer. Ordinære handler har således omfattet ca. 37.000 aksjer tilsvarende 0,2% av selskapets aksjer.*

*Det er pr. 31. mai 1999 registrert 69 aksjonærer i VPS. Av disse er det kun 52 som eier minst en børspost. I henhold til selskapets årsrapport har selskapet 256 aksjonærer pr. samme dato. Det er med andre en rekke aksjonærer som ikke er registrert i VPS. Selskapet er pt. ikke i stand til å gjøre rede for hvor mange av disse aksjonærene som eier minst en børspost. Dette skyldes manglende offentlig registrering av tilsvarende opplysninger i blant annet USA. Det må dog ved en vurdering av selskapets egnethet for notering være riktig kun å legge aksjer registrert i VPS til grunn. Det er kun disse aksjer som i praksis vil være gjenstand for omsetning på Oslo Børs. Riktignok kan aksjene flyttes mellom registrene, men dette må på grunn av oppgjørsfristen gjøres før aksjen kan handles over Oslo Børs. De aksjonærer som til tross for at selskapet ikke lenger er notert på AMEX ennå ikke har overflyttet sine aksjer kan heller ikke forventes å skape noen vesentlig omsetning på Oslo Børs.*

*Selskapet oppfyller altså ikke minstekravet for antall registrerte børsposteiere i VPS. Det er svært begrenset omsetning og likviditet i aksjen på Oslo Børs.*

*Ved strykning av selskaper fra notering, er det i praksis lagt til grunn at børsstyret skal ta hensyn til den interesse aksjonærene i selskapet har i at aksjen fortsatt er børsnøtert, jf også Per Christiansen, Offentlig kursnotering av aksjer, strykning og suspensjon, Lov og Rett 1989 s. 156 og Bergo, Børs- og verdipapirrett, Oslo 1998 s. 194. Det følger av dette at det ikke vil være full symmetri mellom vilkår for opptak og strykning. For aksjonærene som har kjøpt aksjer i tiltro til den omsetningsmulighet som børsnøteringen utgjør, vil en strykning i noen tilfeller kunne bety en vesentlig ulempe som også kan få betydning for kursen på selskapets aksjer.*

*Med den begrensede omsetning som har vært på Oslo Børs, må det antas at det ikke er mange investorer som har ansett noteringen her som viktig. Dernest kommer at så lenge aksjen har dårlig likviditet, utgjør børsnøteringen i praksis ingen god omsetningsmulighet for aksjonærene, slik at strykning ikke kan ventes å få stor betydning for omsetningsmuligheten*

og aksjekursen. Selskapet har heller ikke hatt noen emisjoner i Norge eller truffet andre tiltak for å bedre likviditeten.

Hensynet til børsens tillit og anledning til å kunne tilby likvide investeringsobjekter må også tillegges vekt. Dette er også forhold som totalt sett er i investorenes interesse.

Etter Oslo Børs' vurdering bør derfor selskapets aksjer strykes fra notering på Oslo Børs. Børsen har under dette ikke funnet at en overflytning til SMB-listen kunne ivareta de hensyn som tilsier at aksjen strykes. Kravet om VPS-registrering av aksjer og hensynet bak dette, kravet til allmenn interesse og regelmessig omsetning, gjelder børsnoterte aksjer uansett liste. Selskapet er også langt fra å tilfredsstillende kravet til eierspredning på SMB-listen.

Selskapets styre har ifølge brev fra selskapet akseptert Oslo Børs' vurdering av at selskapet ikke er egnet for notering, og vil sågar ta initiativ til at det fremsettes tilbud om kjøp av aksjer i selskapet overfor selskapets minoritetsaksjonærer.

Oslo Børs' praksis tilsier å gå aksjonærene en rimelig varslingsperiode før strykning iverksettes, vanligvis 3-4 uker. Det foreslås derfor at siste noteringsdag settes til senest 22. november 1999.

Det vil etter børsloven § 4-10 første ledd være krav om at minst to tredeler av samtlige styremedlemmer stemmer for strykning for at vedtaket skal være gyldig.

#### **Vedtak**

"Børsstyret vedtok å stryke aksjene i Siem Industries Inc. fra notering på Oslo Børs. Siste noteringsdag settes til senest 22. november 1999."

## **4.4 Strykning etter søknad**

***Iby Eiendom ASA – søknad om strykning av selskapets aksjer fra notering (vedtak av 22.2.99)***

### **1. Innledning**

Iby Eiendom ASA ("Iby") har i brev av 28. januar 1999 søkt om at selskapets aksjer blir strøket fra notering på Oslo Børs. Søknaden er begrunnet med at selskapet ikke lenger oppfyller vilkårene for notering. Beslutningen om å stryke selskapets aksjer fra notering er fattet i ekstraordinær generalforsamling i Iby den 27. januar 1999.

.....

### **3. Børsens merknader**

#### **3.1 Rettslig utgangspunkt**

Av børsloven § 4-10 annet ledd følger at "(e)t børsnotert aksjeselskap kan søke børsstyret om at dets aksjer blir strøket fra kursnoteringene hvis generalforsamlingen i selskapet har

*besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer, jfr. aksjeloven § 914 første ledd. Børsstyret treffer vedtak etter de vanlige stemmeregler i denne lovs § 2-6".*

*Hvilket vurderingstema børsstyret skal legge til grunn ved vurdering av strykning etter § 4-10 annet ledd, er ikke gitt nærmere i lovteksten i annet ledd. I samme paragrafs første ledd er imidlertid et slikt vurderingstema gitt for det tilfelle at børsstyret vurderer strykning selv om selskapet ikke selv søker. I så fall kan børsstyret "vedta at et verdipapir skal strykes fra børsnotering hvis verdipapiret ikke lenger tilfredsstillende vilkårene for opptak, eller hvis særlige grunner forøvrig tilsier det".*

*I tilknytning til børsloven § 4-10 første ledd er det i lovens forarbeider anført at det ikke kan oppstilles full symmetri mellom kravene til opptak til og strykning fra børsnotering, jfr. Ot.prp.nr. 83 (1986-87) s. 106-107. Manglende oppfyllelse av opptakskravene vil således ikke automatisk føre til strykning. Den manglende oppfyllelse av opptakskravene vil bl.a. måtte vurderes opp mot de virkninger en strykning vil ha for selskapets aksjonærer.*

*Til forskjell fra en strykningssituasjon etter § 4-10 første ledd, vil et selskap som søker strykning i henhold til annet ledd, kunne strykes selv om selskapet oppfyller vilkårene for opptak. Børsstyret vil imidlertid ved vurderingen av en søknad om strykning, naturlig måtte vurdere selskapet bl.a. i forhold til om vilkårene for opptak etter børsloven er til stede.*

*Heller ikke ved en søknad fra selskapet om strykning av selskapets aksjer iht. børsloven § 4-10 annet ledd kan det oppstilles symmetri mellom kravene til opptak og strykning. Selv om vilkårene for opptak til notering ikke er oppfylt, vil børsstyret måtte vurdere søknaden på selvstendig grunnlag uten noen plikt til å imøtekomme søknaden, jfr. Ot.prp.nr. 83 (1986-87) s. 70 hvor det uttales:*

*"Det kan f.eks. forekomme at et selskap selv ber om å bli strøket fra kursnotering. En slik anmodning bør imidlertid ikke medføre en automatisk strykning, og også i slike tilfelle må børsen foreta en selvstendig og konkret vurdering av spørsmålet."*

*En søknad om strykning etter § 4-10 annet ledd må således gjøres gjenstand for en totalvurdering der de hensyn som har begrunnet vilkårene i bestemmelsen, vil være avgjørende.*

*Kravet i § 4-10 annet ledd om generalforsamlingsvedtak med kvalifisert flertall for å søke om strykning fra børsnotering, synes å hvile på hensynet til selskapets minoritetsaksjonærer. For disse vil strykning fra børsnotering ha betydning for deres mulighet til å selge sine aksjer, eventuelt kjøpe ytterligere aksjer. I tillegg vil det føre til at selskapet og selskapets aksjonærer ikke lenger underlegges særlige regler som kan ha betydning for minoritetsaksjonærene, jfr. bl.a. verdipapirhandelens regler om innsidehandel, meldeplikt og flagging samt informasjonsplikt etter børsloven § 4-7. Erfaringsmessig vil også en børsnotering ha betydning for markedets prising av aksjene. Hensynet til minoritetsaksjonærene ved vurderingen av en søknad om strykning er også fremhevet av Per Christiansen, LoR 1989 s. 157 og Tore Bråthen, Børsen og Kredittilsynet, s. 22.*

*Børsstyrets skjønnsmessige adgang til ikke å imøtekomme en søknad om strykning bør særlig vurderes benyttet i de tilfeller hvor selskapets hovedaksjonær eier mer enn 2/3 av aksjene og representerer mer enn 2/3 av stemmene i selskapets generalforsamling. I slike tilfeller bør det tillegges betydning hvilken holdning selskapets øvrige aksjonærer har til spørsmålet om å*

beholde børsnoteringen. Det vises i den forbindelse til Børsstyrets vedtak 30. april 1991 i spørsmålet om strykning av Kosmos A/S fra notering.

I sak 162/98 ble børsens strykningspraksis tatt opp til vurdering, uten at det ble truffet noe vedtak. Iby er et selskap som ikke oppfyller kravene til spredning av aksjen, og det er etter det børsen kjenner til ingen som har reagert på generalforsamlingens vedtak om å søke selskapet strøket fra notering. Omsetningen i aksjen har videre i lengre tid vært beskjedent. Oslo Børs er opptatt av at de selskaper som er notert oppfyller kravene til notering. Børsen ser det derfor heller ikke som hensiktsmessig at selskaper med lav markedsverdi, høy eierkonsentrasjon og lav aktivitet i aksjen skal være noterte. Dette må spesielt gjelde i tilfeller hvor selskapet selv ber seg strøket fra notering.

### **3.2 Om Iby spesielt**

I Kosmos-saken eide to aksjonærer etter gjennomføring av tilbud i februar 1991 84,8% av Kosmos og fremmet forslag om strykning på ekstraordinær generalforsamling med etterfølgende søknad om strykning til børsstyret. En tredje aksjonær eide 11,6% av aksjene. Resterende aksjer var fordelt på 5.705 aksjonærer hvorav 495 aksjonærer eide minst en børspost. Kravene til spredning, både hva gjelder andel frie aksjer og antall børsposteiere, var ikke oppfylt. Det var i tilbudsdokumentet opplyst om at det ville bli fremmet forslag om å søke selskapets aksjer strøket fra notering. Børsstyrets vedtak var ikke å stryke selskapet utfra det ikke ubetydelige antall minoritetsaksjonærer i selskapet, og at ingen av de fremmøtte minoritetsaksjonærene hadde stemt for vedtak om strykning på selskapets generalforsamling. Det var samlet sett hensynet til minoritetsaksjonærene som ble tillagt størst vekt ved vurderingen.

Et av flere eksempler på saker hvor hensynet til minoritetsaksjonærene ikke har vært avgjørende er Viking Supply Ships AS (12. mai 1993) hvor hovedaksjonærene, som var tilknyttet selskapet, eide ca 86% av aksjene og bare et lite mindretall stemte mot forslag om strykning.

Kosmos-saken er parallell til herværende sak, både hva gjelder manglende oppfyllelse av krav for notering og varsel om at strykning ville bli søkt. Det som skiller sakene er det langt lavere antall aksjonærer og antall børsposteiere i Ibys tilfelle. Det er vesentlig forskjell på 50 og 495 børsposteiere. Det er likeledes vesentlig forskjell på totalt 5.705 aksjonærer og 382 aksjonærer, hvorav sistnevnte tilfelle ca. 230 av disse eier aksjer for NOK 500 eller mindre.

I Iby er generalforsamlingens vedtak enstemmig og selskapet oppfyller ikke børsforskriftens krav til eierspredning, og er heller ikke regelmessig omsatt.

I lys av de forhold som er nevnt over som taler for å imøtekomme søknaden, bør derfor ikke hensynet til eventuelle minoritetsaksjonærene som uten å møte på generalforsamlingen motsetter seg strykning være avgjørende. Minoritetsaksjonærene ble varslet om muligheten for strykning samtidig som de ble gitt et tilbud om å selge. Strykning bør imidlertid ikke iverksettes før aksjonærene har fått en rimelig varslingsperiode fra vedtaket fattes, dvs. 3-4 uker.

#### **4. Vedtak**

*"Børsstyret vedtok å stryke aksjene i Iby Eiendom ASA fra notering på SMB-listen på Oslo Børs. Siste noteringsdag settes til den 16. april 1999."*

### **5. Informasjonsplikt**

*Børsklagenemnden - sak 1/99 (NORAL ASA)*

*Klage fra Noral ASA*

*Avgjørelse 27. april 1999 av klage fra Noral ASA over vedtak fattet av Oslo Børs 26. mars 1999 om å avslå søknad om dispensasjon fra børsforskriften § 6-2 første ledd, jf børsforskriften § 6-6.*

#### **1. KLAGESAKEN OG BØRSKLAGENEMNDENS SAMMENSETNING**

*Noral ASA søkte i brev av 25. mars 1999 til Oslo Børs om dispensasjon fra kravet i børsforskriften § 6-2 første ledd om at forslag til årsregnskap skal vedtas av selskapets styre innen tre måneder etter regnskapsårets utgang.*

.....

#### **2. NÆRMERE OM SAKENS BAKGRUNN**

*I medhold av børsforskriften § 6-6 søkte Noral ASA om dispensasjon fra børsforskriften § 6-2 første ledd om styrets plikt til å vedta forslag til årsregnskap innen tre måneder etter regnskapsårets utgang. Det ble søkt om at dispensasjonen skulle gjelde frem til 22. april 1999. I følge søknaden skulle styret i Noral ASA avholde styremøte den 22. april 1999 for å behandle forslag til årsregnskap.*

*Noral ASA begrunnet søknaden med at det i forbindelse med forberedelsen av fremleggelse av forslag til årsregnskap i styremøte den 18. mars 1999 ble konstatert at grunnlaget for den regnskapsmessige behandlingen av selskapets lagerbeholdning i Frankrike måtte inneholde feil og at disse feilene kunne ført til at styrets forslag til årsregnskap ville inneholdt uriktige og/eller misvisende opplysninger. For å unngå dette besluttet styret i Noral ASA i styremøte den 18. mars 1999 å ikke behandle forslag til årsregnskap. Samtidig besluttet styret at det "umiddelbart skulle iverksettes gjennom-gang av lagerbeholdningen i Frankrike, slik at et korrekt grunnlag for regnskapsmessig behandling av Noral-konsernets totale lagerbeholdning kunne etableres". Nytt styremøte skulle avholdes 22. april 1999 for behandling av forslag til årsregnskap.*

*I brev fra Oslo Børs av 20. april 1999 til børsklagenemnden blir det opplyst at børsen mottok styrets forslag til årsregnskap den 16. april 1999.*

### **3. KLAGERS ANFØRSLER**

*I klagen reiser Noral ASA bl.a. spørsmål om søknaden av 25. mars 1999 om dispensasjon fra børsforskriften § 6-2 første ledd ble behandlet av kompetent organ/person ved Oslo Børs da Oslo Børs traff vedtaket av 26. mars 1999 om ikke å innvilge søknaden.*

*Noral ASA angir bl.a følgende som begrunnelse for klagen på Oslo Børs' vedtak om avslag på søknaden om dispensasjon fra børsforskriften § 6-2 første ledd:*

*"I tilknytning til klagen over Oslo Børs vedtak i brev datert 26. mars 1999 anføres det den samme begrunnelse som følger av søknaden om dispensasjon datert 25. mars 1999.*

*Som Oslo Børs er kjent med er Noral ASA et resultat av en fusjon mellom tidligere MultiMedia Publishing ASA og Lux Holding AS. Som en følge av fusjonen har det vært nødvendig å innføre nye rutiner og internkontroll i det fusjonerte selskap for den del av virksomheten som tidligere var ivaretatt av Lux Holding AS med datterselskaper. De nye rutiner og den internkontroll som er implementert har avdekket de forhold som er angitt som begrunnelse for selskapets søknad om dispensasjon datert 25. mars 1999 og bekrefter til fulle at selskapet i dag har velfungerende rutiner og intern kontroll. De forhold som knytter seg til lagerbeholdningen i Frankrike og som er årsaken til at det ikke kan frem-legges et styrebehandlet forslag til årsregnskap for 1998, representerer således et engangstilfelle.*

*Noral ASA er innforstått med det behov verdipapirmarkedet har for hyppig offentlig-gjøring av finansiell informasjon. Dette hensynet krysses imidlertid av hensynet til at den finansielle informasjon skal være pålitelig og korrekt. Det anføres at Oslo Børs i forbindelse med behandlingen av Noral ASA's søknad om dispensasjon datert 25. mars 1999 i for stor grad har vektlagt hensynet til hyppig informasjon og ikke tillagt hensynet til at informasjonen skal være pålitelig og korrekt den tilstrekkelige vekt. Det forhold at børsforskriften § 6-6 inneholder en bestemmelse om dispensasjonsadgang fra bestemmelsen om tidspunkt for fremleggelse av styrets forslag til årsregnskap tilsier at det kan oppstå situasjoner hvor hensynet til innholdet av den finansielle informasjon skal tillegges større vekt en hensynet til rapporteringens hyppighet. Det anføres at dette er tilfelle i forhold til Noral ASA's fremleggelse av styrets forslag til årsregnskap for 1998."*

*Noral ASA angir følgende som begrunnelse i søknaden om dispensasjon av 25. mars 1999:*

*"I forbindelse med de nødvendige forberedelser for fremleggelse av forslag til årsregnskap for selskapets styre ble det konstatert at grunnlaget for den regnskapsmessige behandling av selskapets lagerbeholdning i Frankrike måtte inneholde feil. [...] En regnskapsavleggelse bygget på de eksisterende opplysninger om Noral-konsernets samlede lagerhold ville på bakgrunn av ovenstående kunne ført til at styrets forslag til årsregnskap ville inneholdt uriktige og/eller misvisende opplysninger.*

*Styrert i Noral ASA besluttet i styremøte den 18. mars 1999 å ikke behandle forslag til årsoppgjør. Det ble videre besluttet umiddelbart å iverksette gjennomgang av lagerbeholdningen i Frankrike, slik at et korrekt grunnlag for regnskapsmessig behandling av Noral-konsernets totale lagerbeholdning kunne etableres."*

#### **4. BØRSSTYRETS BEGRUNNELSE**

*I vurderingen av spørsmålet om Oslo Børs' vedtak av 26. mars 1999 ble truffet av kompetent organ, peker børsstyret bl.a. på at ordlyden i børsforskriften § 6-6 ikke gir anvisning på krav om at noe bestemt organ eller person ved børsen skal behandle dispensasjonssøknader etter bestemmelsen. Børsloven § 2-8 annet ledd omhandler kompetansefordelingen mellom børsdirektøren og børsstyret. Til dette uttaler Børsstyret:*

*"Oslo Børs kan ikke se at avgjørelse av nærværende type saker kan sies å være av ".....uvanlig art eller stor betydning", som etter børsloven § 2-8 annet ledd skal behandles av børsstyret. Avgjørelse av foreliggende type saker ligger således under den daglig ledelse av børsen."*

*Under hensyntagen til kravet om forsvarlig saksbehandling, vil det etter børsstyrets vurdering være slik at børsdirektøren kan bestemme at eventuelt andre ansatte ved Oslo Børs enn børsdirektøren skal ha beslutningsmyndighet i dispensasjonssaker etter børs-forskriften § 6-6. Børsstyret konkluderer med at direktør Birkeland ved Oslo Børs har kompetanse til å avgjøre saker om dispensasjon etter børsforskriften § 6-6. Vedtaket av 26. mars 1999 var følgelig truffet av kompetent person.*

*I vurderingen av klagen fra Noral ASA datert 27. mars 1999 viser børsstyret til at spørsmålet i saken er hvorvidt det foreligger slike "særlige forhold" som tilsier at det gjøres unntak fra plikten om at styret skal vedta forslag til årsregnskap innen tre måneder etter regnskapsårets utgang, jf børsforskriften § 6-6, jf § 6-2 første ledd. Børsstyret peker på at en eventuell dispensasjon fra børsforskriften § 6-2 første ledd vil få betydning for tidspunktet for børsens offentliggjøring av forslag til årsregnskap etter børsforskriften § 6-3. Børsstyret uttaler:*

*"I vurderingen av om det foreligger "særlige grunner" må de anførsler Noral har gitt for å få dispensasjon fra kravet i børsforskriften § 6-2 vurderes opp mot viktigheten av at kravet til styrets vedtakelse av forslag til årsregnskap og offentliggjøring av denne."*

*Børsstyret viser til at det i klagen fra Noral ASA blir anført at Oslo Børs har tillagt hensynet til hyppig informasjon for stor vekt i forhold til hensynet til at informasjonen bør være pålitelig og korrekt. Til dette uttaler børsstyret bl.a:*

*"Kravet om vedtakelse og offentliggjøring av forslag til årsoppgjør innen tre måneder etter regnskapsårets utgang innebærer at markedet i en relativt lang periode ikke sikres oppdatert informasjon om et børsnotert selskaps økonomiske stilling og dets drift siden forrige pliktige rapportering, som kan ligge syv måneder tilbake i tid. Det er først ved endringen i børsforskriften av 22. januar 1999 at utsteder er pålagt å avlegge delårsrapporter kvartalsvis samt offentliggjøre foreløpig årsregnskap innen to måneder etter regnskapsårets utgang.*

*Hyppig og rettidig offentliggjøring av finansiell informasjon er en nødvendighet for et effektivt og velfungerende verdipapirmarked. En slik form for rapportering vil løpende medføre en mer effektiv prising av verdipapirene sett i forhold til oppdatering om den løpende drift hos utsteder. Disse forholdene må også ses i lys av den finansielle situasjon selskapet har beskrevet i fusjonsprospektet av 15. juli 1998, jfr. punkt 2 foran og for øvrig de forhold som medførte at Noral's noteringsmessige status var et spørsmål.*

*Kravene til offentliggjøring av års- og delårsrapporter i børsforskriften slik den lød forut for endringene av 22. januar 1999 var minimumskrav. [.....]*

*For å oppfylle kravet må utstedere med børnoterte aksjer ha tilfredsstillende rutiner og intern kontroll. Dette både for å kunne rapportere innen fristene, men ikke minst for at den informasjon som offentliggjøres er av tilfredsstillende kvalitet. Rutiner og intern kontroll av en slik kvalitet er, og må være, et ufravikelig krav for børnoterte selskaper.*

*I det foreliggende har de anførte grunnlag for søknaden om dispensasjon sin bakgrunn i interne forhold i Noral. Restruktureringen av virksomheten, herunder reorganisering av det geografiske lagerholdet i Europa, har ført til at selskapet ikke er i stand til å informere markedet om dets økonomiske situasjon og resultat av driften i andre halvår 1998. Verken søknaden om dispensasjon eller klagen til Børsklagenemnden gir nærmere anvisning på hva problemet består i eller hvordan problemet har oppstått. Børsen legger til grunn at problemene har sin bakgrunn i manglende rutiner og intern kontroll. Slike rutiner ville kunnet forhindre at problemer av denne art oppstod eventuelt at de avdekkes for sent til å kunne repareres i tide. Oslo Børs legger derfor til grunn at grunnlaget for søknaden skyldes forhold som kan tilskrives faktorer innen Noral's kontroll."*

*Børsstyret viser til at det i klagen fra Noral ASA anføres at det som følge av fusjonen [mellom MMP og Lux Holding - vår merknad] var nødvendig å etablere nye rutiner og intern kontroll i det fusjonerte selskap, og at det var disse nye rutinene og intern-kontrollen som avdekket de forhold som er angitt som begrunnelse for dispensasjons-søknaden. Til dette uttaler børsstyret bl.a:*

*"Noral har opplyst at det ble etablert rutiner og intern kontroll som følge av fusjonen. Over et halvt år etter at fusjonen ble vedtatt av selskapenes generalforsamlinger, og knappe to uker før fristen for å vedta og offentliggjøre forslag til årsoppgjør, avdekkes feil og mangler i grunnlaget for regnskapsføringen. Å innvilge dispensasjon på denne bakgrunn vil etter Oslo Børs' vurdering være å gi aksept for manglende evner hos Noral til å etablere tilstrekkelige og forsvarlige systemer for intern kontroll."*

*Oslo Børs er av den oppfatning at dispensasjonsadgangen i børsforskriften § 6-6 ikke bør kunne benyttes i tilfeller hvor bakgrunnen for at utsteder ikke er i stand til å overholde § 6-2 første ledd, er forhold innenfor utsteders kontroll. Dette vil blant annet omfatte mangler på intern kontroll som er egnet til, i rett tid, å forhindre eller avdekke feil og mangler i grunnlaget for utsteders regnskapsføring."*

*Børsstyret viser også til at Oslo Børs i brev av 26. mars 1999 ga uttrykk for at selskapet kunne offentliggjøre den tilgjengelige informasjonen samtidig som at det uttrykkelig ble gjort oppmerksom på den foreliggende risiko for uriktige og/eller misvisende opplysninger. På denne måten ville markedet fått tilgang til noe informasjon om den løpende driften og den økonomiske situasjonen ved årsskiftet. Børsstyret peker på at "både eksisterende og potensielle investorer må kunne sies å ha et visst krav på informasjon av denne type."*

## **5. BØRSKLAGENEMNDEN BEMERKER:**

*Saken gjelder klage over avslag på søknad fra Noral ASA om dispensasjon fra børsforskriften § 6-2 første ledd om at forslag til årsoppgjør skal vedtas av selskapets styre innen 3 måneder*



etter regnskapsperiodens utløp. Dispensasjonshjemmelen er gitt i børsforskriften § 6-6 som bestemmer at "Børsen kan gjøre unntak fra §§ 6-1 til 6-5 dersom særlige forhold tilsier det."

Børsens første vedtak i saken ble truffet av direktør Tor Birkeland. Klageren har reist spørsmål om direktør Birkelands kompetanse til å treffe et slikt vedtak. Som rettslig spørsmål er det ikke nødvendig for børsklagenemnden å ta stilling til det. Eventuell kompetansemangel hos direktør Birkeland vil være reparert ved det vedtak børsstyret traff 20 april.

Børsklagenemnden finner likevel å burde bemerke at den er enig med børsstyret i at direktør Birkeland hadde kompetanse til å avgjøre en slik søknad.

Børsforskriften § 6-6 legger vedtakskompetansen til "Børsen". Etter børsloven § 2-8 annet ledd har børsdirektøren "den daglige ledelse av børsen". Hans kompetanse er etter bestemmelsens annet punktum avgrenset mot saker av uvanlig art eller av stor betydning. Nærværende sak er åpenbart ikke en slik sak. Børsdirektøren må innen sitt ansvarsområde i atskillig utstrekning kunne legge avgjørelsesmyndighet til andre i ledende stillinger i administrasjonen. Grensene for dette behøver nemnden ikke gå inn på i denne saken. Her kan det ikke være tvil om direktør Birkelands avgjørelses-myndighet.

Når det gjelder sakens realitet, er børsklagenemnden kommet til samme resultat som Børsstyret og kan i stor utstrekning vise til børsstyrets begrunnelse.

Nemnden bemerker at det forhold at styret i Noral ASA nå etter utløpet av fristen i børsforskriften § 6-2 første ledd har vedtatt forslag til årsregnskap, ikke kan få virkning for klagesaken. Blant annet av hensyn til en mulig senere vurdering av en eventuell sanksjon for brudd på regelen, vil en avgjørelse i klagesaken fortsatt kunne ha betydning.

Som påpekt av børsstyret er informasjon til børsen om selskapenes økonomiske stilling og drift viktig. Tungtveiende hensyn tilsier hyppig og rettidig informasjon. Rapportering gjennom års- og halvårsrapporter etter børsforskriften § 6-2, jf § 6-3, slik den lød frem til endringen av 22 januar 1999, var minimumskrav. For selskaper som har basert sin informasjon på forskriftens minimumskrav, og ikke ellers gjennomgående har lagt opp til hyppigere informasjonsrutiner overfor børsen, måtte det foreligge helt særlige hensyn før det eventuelt kunne være grunnlag for dispensasjon fra kravet etter børsforskriften § 6-2 første ledd. Slike hensyn foreligger ikke her.

Det er - som børsstyret peker på - av helt sentral betydning at børsnoterte selskaper har tilfredsstillende rutiner og intern kontroll med henblikk på å kunne rapportere innen fristene og for at den informasjon som gis er korrekt. Den situasjon som er oppstått for selskapet synes nettopp å ha sin bakgrunn i at selskapet ikke har etablert slik kontroll og rutiner som fører til at feil oppdages tidsnok til at fristene allikevel kan overholdes. I denne saken kommer også det forhold inn at det forelå betydelig usikkerhet om selskapets finansielle situasjon. Børsklagenemnden viser her til opplysningene om dette under punkt 2 i protokollutskriften fra Børsstyrets møte 20 april. Det er uten betydning om dette skulle representere et engangstilfelle.

Selskapet hadde innen fristen mulighet for å offentliggjøre den informasjon man hadde, med angivelse av den usikkerhet som forelå. En slik informasjon med påpeking av mangler vil være langt bedre for markedet enn den usikkerhet uteblitt informasjon medfører.

Børsklagenemndens konklusjon er at det her ikke er grunnlag for å dispensere etter børsforskriften § 6-6, og børsstyrets vedtak stadfestes.

Avgjørelsen er enstemmig.

## **6. VEDTAK**

Børsstyrets vedtak av 20 april 1999 om å opprettholde avslag på søknad fra Noral ASA om dispensasjon fra børsforskriften § 6-2 første ledd, jf § 6-6, stadfestes.

**Børsklagenemnden - sak 2/99 (NORAL ASA)**

**Klage fra Noral ASA**

**Avgjørelse 6. juli 1999 av klage fra Noral ASA over vedtak fattet av børsstyret ved Oslo Børs 18. mai 1999 om ileggelse av overtredelsesgebyr tilsvarende fem ganger kursnoteringsavgiften, hvilket for Noral ASA utgjør kr. 250.000,-, jf børsloven § 6-3 jf børsforskriften § 25-5, for brudd på børsforskriften § 6-2 første ledd.**

### **1. KLAGESAKEN OG BØRSKLAGENEMNDENS SAMMENSETNING**

Børsstyret ved Oslo Børs fattet den 18. mai 1999 følgende vedtak:

"Noral ASA ilegges overtredelsesgebyr tilsvarende 5 - fem - ganger kursnoterings-avgiften, jfr. børsloven § 6-3, jfr. børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften § 6-2 første ledd."

.....

### **2. NÆRMERE OM SAKENS BAKGRUNN**

I medhold av børsforskriften § 6-6 søkte Noral ASA om dispensasjon fra børsforskriften § 6-2 første ledd om styrets plikt til å vedta forslag til årsregnskap innen tre måneder etter regnskapsårets utgang. Oslo Børs behandlet søknaden om dispensasjon og i vedtak av 26. mars 1999 ble søknaden avslått. Noral ASA påklaget Oslo Børs' vedtak til Børsklagenemnden. Børsstyret behandlet klagen i møte den 20. april 1999 og fattet vedtak om at Oslo Børs' avgjørelse av 26. mars 1999 opprettholdes og at klagen oversendes Børsklagenemnden for behandling. Børsklagenemnden behandlet klagen i møte den 27. april 1999 og stadfestet børsstyrets vedtak.

Børsstyret behandlet spørsmålet om Noral ASA skulle ilegges overtredelsesgebyr i møte den 18. mai 1999. Børsstyret uttalte bl.a. følgende om sakens bakgrunn:

"Noral offentliggjorde styrets forslag til årsoppgjør 16. april 1999. Fristen for å vedta forslag til årsregnskap utløp 31. mars 1999, jf børsforskriften § 6-2 første ledd. Da Noral ikke ble innvilget dispensasjon fra børsforskriften § 6-2 første ledd og da Norals klage ikke ble gitt oppsettende virkning representerer den manglende vedtakelsen og oversendelse av forslag til årsoppgjør et brudd på børsforskriften §§ 6-2 første ledd.

Ved brev av 4 mai 1999 ble Noral varslet om at Oslo Børs vurderte å ilegge selskapet overtredelsesgebyr. De forhold Oslo Børs la til grunn for sin vurdering fremgikk av vedlegg

til brevet av 4 mai 1999. Noral har ved brev av 11 mai 1999 fra advokat-firmaet Lyng & co ved advokat Birger Nilsen fremkommet med sine kommentarer til Oslo Børs i saken."

I børsstyrets vedtak av 18. mai 1999 ble Noral ASA ilagt overtredelsesgebyr tilsvarende fem ganger kursnoteringsavgiften, hvilket for Noral ASA utgjør kr. 250.000,-, jf børsloven § 6-3 jf børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften § 6-2 første ledd. I brev av 2. juni 1999 påklaget Noral ASA børsstyrets vedtak til Børsklagenemnden. Børsstyret behandlet klagen i møte den 21. juni 1999. Børsstyret traff vedtak om at avgjørelsen av 18. mai 1999 opprettholdes og at klagen oversendes Børsklagenemnden for behandling.

.....

### **3. BØRSKLAGNEMNDENS BEMERKNINGER**

Saken gjelder størrelsen av det gebyr Noral ASA er ilagt av børsstyret for overtredelse av børsforskriften § 6-2 1. ledd. Dette er på 5 ganger kursnoteringsavgiften, tilsvarende kr. 250.000,-. Noral mener at reaksjonen er for streng, hensett til at selskapet hadde store problemer med ferdigstillingen av årsregnskapet, og selv søkte dispensasjon etter børsforskriften § 6-6 før fristens utløp. Da slik dispensasjon ikke ble gitt, ble det satt inn store ressurser fra selskapets side, slik at selskapet kunne legge frem forslag til årsoppgjør 16 dager etter fristen, den 16. april 1999.

Oslo Børs har vurdert om forholdet er så grovt at det burde medføre strykning fra børsnotering, men har falt ned på overtredelsesgebyr som en riktig sanksjon i det foreliggende tilfellet. Børsstyret legger til grunn for utmålingen av overtredelsesgebyret at en forsinkelse på 16 dager når det gjelder årsoppgjøret ikke kan anses som kortvarig, og legger ikke vekt på at selskapet søkte om dispensasjon før fristen var utløp. Det vises til at børsnoterte selskaper må ha rutiner og kontrollordninger som medfører at selskapet før fristens utløp uansett må være kjent med forhold som kan medføre at styret ikke når å vedta forslag til årsoppgjør før fristens utløp.

Børsstyret legger også til grunn for sin utmåling at overtredelsen skyldes manglende intern kontroll og rutiner som gjorde at årsregnskapet ikke ble ferdig rettidig. Noral fremholder at dette argumentet er lagt til grunn for at man ikke ble gitt dispensasjon fra fristen og mener at argumentet derfor ikke kan være relevant for sanksjonsspørsmålet.

Børsklagenemnden er ikke enig med Noral i dette synspunkt. Bakgrunnen for overtredelsen må åpenbart kunne trekkes inn i vurderingen av hvor strengt overtredelsen skal sanksjoneres.

Børsklagenemnden er enig med børsstyret i at saken gjelder brudd på sentrale bestemmelser, og at Noral kunne ha benyttet muligheten til å begrense omfanget av overtredelsen ved å offentliggjøre den informasjon Noral hadde, med angivelse av usikkerheten rundt denne, innen fristens utløp. Noral fikk avslag på sin dispensasjonssøknad allerede 26. mars 1999, dagen etter at det var søkt.

Overtredelsesgebyr i henhold til børsforskriften § 25-5 kan maksimalt utgjøre 10 ganger årlig kursnoteringsavgift. Innenfor denne grense må fastsettelsen skje skjønnsmessig, vurdert på bakgrunn av alvorlighetsgraden i det regelbrudd man står ovenfor. Børsklagenemnden finner grunn til å trekke fram noen tidligere avgjørelser for å belyse praksis når det gjelder sanksjonsnivå.

*I sak 1/1992 - som det er henvist til i børsstyrets avgjørelse - ble Kreditkassen ilagt et gebyr på 8 ganger kursnoteringsavgiften for brudd på børsloven § 4-7, ved at banken i forbindelse med delårsrapporten for første kvartal 1991 ikke ga korrekt informasjon om bankens økonomiske stilling. Tapsavsetningen ble for lavt ansatt, og forholdet ble karakterisert som klanderverdig, idet tapet var satt lavere enn det var grunnlag for, enten bevisst, eller med en betydelig grad av uaktsomhet.*

*I sak 3/1998 ble Namsos Trafikkselskap ASA ilagt et overtredelsesgebyr på samme nivå, 8 ganger kursnoteringsavgiften. Overtredelsen gjaldt brudd på børsforskriften § 2-3 ved at de nektet å samtykke til Torghatten Trafikkselskap AS' erverv av ca. 10,5 % av aksjene i selskapet. Selv om Oslo Børs tilskrev selskapet og orienterte om børsforskriften § 2-3, gikk det deretter tre måneder før samtykke ble gitt. Overtredelsen karakteriseres derfor av Børsklagenemnden som "et vedvarende og klart brudd på bestemmelsen i børsforskriften § 2-3".*

*I begge disse saker var det altså snakk om relativt alvorlige overtredelser.*

*I sak 4/1990 ble Aker og Veidekke begge ilagt et gebyr på 3 ganger årlig kursnoteringsavgift for manglende underretning om salg av 81 % av aksjene i Aker Entreprenør AS. Et memorandum ble underskrevet av kjøper og selger den 13. juli 1990, men børsen ble ved en misforståelse ikke underrettet om dette før 31. juli 1990. Etter avtalen mellom partene var det Aker som skulle ha underrettet børsen.*

*I sak 2/97 ble Vital Forsikring ASA ilagt et overtredelsesgebyr på 2 ganger årlig kursnoteringsavgift fordi Vital ikke informerte børsen samtidig som Finansdepartementet, Norges Bank og Kredittilsynet ble orientert om et forestående oppkjøpstilbud fra AEGON som på det tidspunkt, den 28. april 1995, fremsto som overveiende sannsynlig. Tilbudet fremkom den 3.mai, og børsen ble orientert 4. mai 1995. Dette ble ansett som brudd på informasjonsplikten. Ved utmålingen ble det lagt vekt på at det nok hersket noe usikkerhet om forståelsen av reglene om opplysningsplikt, og at ledelsen i Vital mente at opplysningsplikten først inntrådte når tilbudet faktisk var fremsatt.*

*På bakgrunn av Børsklagenemndens tidligere praksis kan en ikke se at det nivå børsstyret har lagt seg på i den foreliggende sak, er urimelig høyt.*

*Selskapet har anført at man har forholdt seg lojalt til regelverket ved formelt å søke om dispensasjon. Børsklagenemnden kan ikke se at dette er et argument i formildende retning. Det er en selvfølge at de selskaper som er notert på børsen, skal forholde seg lojalt til gjeldende regelverk.*

*Børsklagenemnden vil videre bemerke at selv om det eksisterer en dispensasjonsmulighet, og det ble søkt om dispensasjon, hadde selskapet anledning til å fremkomme med forslag til et foreløpig regnskap med utfyllende kommentarer når det gjaldt usikkerheten innen 31.mars 1999.*

*Det ble konstatert feil ved rapporteringen av selskapets lagerbeholdning i Frankrike i forbindelse med forberedelsen av regnskapet til styremøtet 18. mars 1999. Styret besluttet i dette møtet at det umiddelbart skulle iverksettes gjennomgang av denne lagerbeholdningen, slik at et korrekt grunnlag for regnskapsmessig behandling av konsernets totale lagerbeholdning kunne etableres. Det tok altså i underkant av en måned, innbefattet påsken, før*

dette var på plass. Ved bedre interne rutiner kunne uoverensstemmelsen vært oppdaget og kontrollen gjennomført på et tidligere tidspunkt, slik at styret hadde fått avlagt regnskapet i tide.

Det er helt og holdent selskapets ansvar at regnskapsavleggelsen kom for sent. Børsklagenemnden er enig med børsstyret i at det her gjelder brudd på sentrale bestemmelser; brudd som kunne vært unngått med en mer effektiv oppfølging av regnskapsavslutningen. Omfanget av overtredelsen kunne også vært begrenset ved oversendelse av foreløpige opplysninger. På denne bakgrunn finner Børsklagenemnden ikke å ville gjøre endringer i børsstyrets beslutning.

Avgjørelsen er enstemmig.

#### **4. VEDTAK**

Børsstyrets avgjørelse av 21. juni 1999 om å opprettholde vedtaket om å ilegge Noral ASA overtredelsesgebyr på 5 ganger kursnoteringsavgiften for brudd på børsforskriften § 6-2, 1. ledd, stadfestes.

**Provida ASA – brudd på informasjonsplikten** (vedtak av 18.5.99)

##### **1. Innledning**

Saken gjelder to forhold knyttet til brudd på informasjonsplikten i henhold til børsloven § 4-6 og børsforskriften § 5-2 første ledd.

Det første forholdet gjelder informasjon om heving av avtale mellom Provida ASA (heretter "Provida") og Verdipapirsentralen (heretter "VPS"). Provida inngikk den 22. oktober 1997 avtale med VPS om leveranse av verdipapirfondssystemet ProTrust. I forbindelse med inngåelsen av avtalen sendte Provida den 22. oktober 1997 en børsmelding til Oslo Børs hvor avtalen ble omtalt. Den 4. desember 1998 mottok Provida varsel om at VPS hadde hevet avtalen med Provida som følge av mislighold fra Providas side. Provida mottok samme dag varsel fra Christiania Bank & Kreditkasse (heretter "CBK") om at også CBK hevet sine avtaler med Provida på grunn av mislighold fra sistnevntes side. Markedet mottok den 7. desember 1998 beskjed om hevingen av avtalen med CBK. Provida unnlot imidlertid å varsle markedet om forholdet til VPS. Spørsmålet er om Provida ved å unnlate å gi slik melding til markedet brøt informasjonsplikten.

Det andre forholdet gjelder informasjon om resultatsvikt i det innfusjonerte selskapet RS/2 Software Group (heretter "RS/2"). Provida meldte i børsmelding 16. mars 1998 om overtakelse av RS/2. Det ble samtidig opplyst at selskapet i 1997 hadde hatt et resultat på NOK 13 millioner. Da Provida la frem resultatet for tredje kvartal, i børsmelding 29. oktober 1998, ble det rapportert et underskudd for RS/2 på NOK 11,5 millioner for første halvår. Det synes klart at Provida to uker før fremleggelse av resultatet for tredje kvartal hadde informasjon om underskuddet i RS/2. Spørsmålet er om Provida brøt informasjonsplikten ved å unnlate å informere markedet om underskuddet i RS/2 på det tidspunkt underskuddet ble kjent for selskapet.

.....

## **8. Oslo Børs merknader**

### **8.1 Heving av avtale mellom Provida og VPS**

*Spørsmålet er om Provida brøt informasjonsplikten, jf. børsloven § 4-7 og børsforskriften § 5-2, ved å unnlate å informere om hevingen av avtalen med VPS.*

*En forutsetning for informasjonsplikt er, i henhold til børsforskriften § 5-2 første ledd, at de aktuelle opplysningene, herunder endringer i forhold som tidligere er meddelt børsen, må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer.*

*Ved inngåelsen av avtalen med VPS anga Provida i børsmelding av 22. oktober 1997 den totale verdi av avtalen til NOK 11-15 millioner. Det ble videre presisert at avtalen innebar starten på et strategisk samarbeid mellom VPS og Provida innen verdipapirfondområdet. I forbindelse med hevingen av avtalen anslo Provida overfor TDN Finans avtalens verdi til mellom NOK 3 og 4 millioner. I brev av 6. mai 1999, har Provida, på direkte spørsmål fra Oslo Børs, endelig opplyst at den totale verdi av avtalen er NOK 11-15 millioner. Denne uttalelsen er gitt i god tid etter at hevingen var et faktum. Oslo Børs antar at selskapet på tidspunktet for denne uttalelsen var i stand til nøyaktig å beregne verdien. Oslo Børs legger derfor for den videre vurdering sistnevnte beregning av avtalens verdi til grunn.*

*Providas børsverdi var dagen før inngåelsen av avtalen med VPS, den 21. oktober 1997, NOK 664.233.250, basert på siste omsetningskurs på NOK 92,50. Avtalens angitte totale omfang på NOK 11-15 millioner utgjorde på dette tidspunkt 1,66% til 2,26% av selskapets børsverdi. Providas børsverdi var på hevingstidspunktet den 4. desember 1998, på grunnlag av siste omsetningskurs på NOK 55, NOK 437.517.795. Avtalens angitte verdi utgjorde på dette tidspunkt mellom 2,51% og 3,43% av selskapets børsverdi.*

*I tidligere praksis har børsklagenemnden i sak 1/1989 (Norsk Hydro AS) ikke ansett den økonomiske betydningen av en urealisert gevinst på 0,7% av selskapets børsverdi som informasjonspliktig. Saken gjaldt Norsk Hydros avtale om kjøp av aksjer i Saga Petroleum AS fra DnC AS. Avtalen ble først meddelt markedet ca. 4 måneder etter at den var signert. Børsklagenemnden fant likevel forholdet informasjonspliktig, bl.a. fordi aksjeposten ble ansett å ha strategisk betydning for selskapet.*

*I en senere sak fant børsklagenemnden at et regnskapsmessig tap på ca. 3% av børsverdien, som tilsvarte ca. 50% av foregående års overskudd, var av en slik betydning at det forelå informasjonsplikt for Aker AS, jf. børsklagenemndens sak 4/1990.*

*Børsklagenemndens uttalelser om den økonomiske betydningen av aktuelle opplysninger ved vurdering av informasjonsplikt er videre fulgt opp i senere vedtak truffet av børsstyret. I børsstyrets vedtak i sak 55/98 (Saga Petroleum ASA), kom børsstyret til at en nedskrivning av en andel i et oljefelt som utgjorde ca. 2,4% av selskapets børsverdi var informasjonspliktig.*

*VPS-avtalens angitte verdi på hevingstidspunktet på mellom 2,51% og 3,43% av Providas børsverdi, taler på bakgrunn av nevnte praksis for at hevingen av avtalen med VPS var informasjonspliktig.*

*Ved vurderingen av om det foreligger informasjonsplikt er videre en avtales strategiske konsekvenser for et selskap av betydning. Børsstyret har i sin tidligere praksis lagt til grunn*

*at strategiske viktige avtaler kan medføre informasjonsplikt til tross for at de umiddelbare økonomiske konsekvenser av avtalene ikke med sikkerhet kan fastslås. Det vises i denne forbindelse blant annet til børsstyrets behandling i sak om brudd på informasjonsplikten for Kongsberg Gruppen AS i børsstyremøte den 12. desember 1995.*

*Provida opplyste ved inngåelsen av avtalen til markedet at avtalen var strategisk viktig på verdipapirfondområdet. I Providas årsrapport for 1997 er det videre, under avsnittet "Større salgskontrakter som ble inngått", angitt at flere viktige kontrakter ble tegnet på selskapets nye fondsforvaltningssystem, ProTrust, deriblant nytt andelseierregister til VPS. Oslo Børs finner, på denne bakgrunn, å legge til grunn at avtalen med VPS var av strategisk betydning for Provida. Oslo Børs finner videre at denne strategiske betydningen av avtalen taler for at hevingen av avtalen med VPS var informasjonspliktig.*

*Inntreden av flere forhold kan i visse tilfelle ha betydning for et selskap når forholdene sees i sammenheng. Oslo Børs er av den oppfatning at opplysninger om en utvikling i et selskap i visse situasjoner vil kunne antas å ha en vesentlig betydning for kursen på et selskaps aksjer og således medføre informasjonsplikt. Som et eksempel kan nevnes et selskap hvor det har inntrådt et forhold som isolert sett ikke medfører informasjonsplikt. På tidspunktet for inntreden av et annet forhold som på en eller annen måte kan sees i sammenheng eller har likhetstrekk med det første forholdet, kan forholdene imidlertid sett i sammenheng medføre en plikt for selskapet til å informere markedet om begge forholdene. Det er i slike situasjoner utviklingen som medfører at informasjonsplikten oppstår. Dette synspunkt kan etter Oslo Børs' oppfatning også få anvendelse på situasjoner hvor det i et selskap allerede foreligger et informasjonspliktig forhold som markedet har fått kunnskap om, når et nytt eller flere nye liknende forhold oppstår, men hvor det er usikkert om det eller de sistnevnte forhold isolert sett betinger informasjonsplikt. Den utvikling og den forsterkende effekt det eller de siste forhold(ene) kan medføre for selskapet når disse sees i sammenheng med det første forholdet, kan tilsi informasjonsplikt for selskapet også ved inntreden av det eller de sistnevnte forhold.*

*Provida befant seg den 4. desember 1998 i en situasjon hvor flere kunder på samme dag hevet avtaler inngått med Provida. I forhold til hevingen av avtalene med CBK fremsto verdien av avtalen med VPS som lite betydningsfull for Provida.*

*Det faktum at VPS på samme dag som CBK hever sin avtale med Provida, gir imidlertid et signal til markedet om hvordan Providas produkter og tjenester på dette tidspunktet ble oppfattet av flere aktører innenfor selskapets kundemarked. Offentliggjøring av begge forholdene, istedenfor kun hevingen av avtalene med CBK, ville etter Oslo Børs oppfatning kunne gitt de enkelte markedsaktørene et bedre grunnlag for å vurdere selskapets fremtidige økonomiske situasjon og fremtidige mulighet til å oppnå nye kontrakter i markedet. Også dette forhold taler derfor for at hevingen av avtalen med VPS var informasjonspliktig.*

*Av betydning for vurderingen er videre det forhold at markedet tidligere var blitt informert om selskapets inngåelse av avtalen med VPS og at markedet da hadde grunn til å forvente å motta informasjon om eventuelle endringer i selskapets forhold til VPS.*

*Som redegjort for ovenfor steg kursen på Provida-aksjene med i underkant av 5% i perioden etter at inngåelsen av avtalen med VPS ble kjent i markedet, mens totalindeksen og IT-indeksen i samme tidsrom steg med henholdsvis i underkant av 0,4% og 1,1%. På tidspunktet for offentliggjøringen av hevingen av avtalen med VPS sank kursen på Provida-aksjene med ca. 27 % (fra 7. til 8. desember 1998). Totalindeksen viste på samme tidspunkt en oppgang på*

*i underkant av 1,5 %, mens IT-indeksen sank med 0,8%. Det er usikkert hvor mye av nedgangen i kursen på aksjene i Provida den 8. desember 1998 som kan henføres til hevingen av avtalen med VPS. Børsmelding om heving av avtalen med CBK ble offentliggjort på ettermiddagen dagen før, og det må nok legges til grunn at denne opplysningen også påvirket kursen på Provida-aksjene utover dagen den 8. desember 1998. Den faktiske kursutviklingen i Provida-aksjen er imidlertid ikke avgjørende for vurderingen av om den aktuelle informasjonen kan antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen.*

*Oslo Børs har på bakgrunn av en samlet vurdering av de ovenfor nevnte momenter kommet til at VPS' heving av avtalen med Provida måtte antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på Providas aksjer.*

*Det neste spørsmålet Oslo Børs må ta stilling til er på hvilket tidspunkt informasjonsplikten inntraff.*

*Provida mottok som nevnt varsel om heving av avtalen fra VPS sent på ettermiddagen den 4. desember 1998.*

*Børsforskriften § 5-2 første ledd fastslår at selskapet uoppfordret og umiddelbart skal gi børsen aktuelle opplysninger som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer.*

*Provida har redegjort for sitt synspunkt på dette spørsmål i sine brev av 9. desember 1998 og 7. januar 1999. I det første brevet av 9. desember 1998 beklaget Provida den manglende utsendelsen av informasjon til markedet om hevingen av VPS-avtalen og erkjente at det var gjort en feil. I brevet av 7. januar 1999 fremholder Provida andre årsaker til den manglende offentliggjøringen.*

*Provida har for det første anført at VPS og Provida inngikk en avtale om at markedet skulle varsles om forholdet tidligst den 8. desember kl. 1300. Formålet med denne avtalen var at styret i Provida forut for offentligjøringen av opplysningen skulle få mulighet til å diskutere saken.*

*Det er på bakgrunn av tidligere avgjørelser i børsstyret etablert en sikker praksis for at informasjonsplikten, som hovedregel, ikke kan utsettes på grunn av avholdelse av styremøte eller en avtalefestet forpliktelse om hemmelighold av opplysningene i en viss periode. Det vises i denne forbindelse bl.a. til behandling i sak om overtredelse av informasjonsplikt for Stentofon AS i børsstyremøtet den 9. mai 1995. Saken gjaldt spørsmål om Stentofon AS hadde brutt informasjonsplikten ved at selskapet unnlot å gi uoppfordret og umiddelbar melding til børsen om at selskapet neppe ville oppnå positivt resultat for 1994. Børsstyret uttalte i denne forbindelse at selskapet burde ha tatt skritt for å gi markedet informasjonen umiddelbart, og ikke avvente behandlingen av saken til et ordinært styremøte som lå tre uker frem i tid.*

*Umiddelbarhetsprinsippet er videreført i sak behandlet i børsstyret om brudd på informasjonsplikten for Kongsberg Gruppen AS. Kontraktspartene hadde her avtalt at det skulle utarbeides en felles pressemelding. Børsstyret uttalte vedrørende dette forhold at plikten til umiddelbart å gi informasjon ikke kunne utsettes på grunn av en avtale om utarbeidelse av felles pressemelding.*



*Oslo Børs er på bakgrunn av tidligere praksis kommet til at informasjonsplikten for Provida ikke kunne utsettes med det formål å gi styret i Provida anledning til generelt å diskutere hevingen av avtalen på et styremøte som skulle avholdes i tid etter at hevingen var et faktum.*

*Provida har for det andre anført at styret oppfattet forholdet rundt VPS-avtalen slik at man ikke trengte å sende ut en egen børsmelding vedrørende denne saken idet hevingen av avtalen var omfattet av den generelle "profit warning" som selskapet sendte ut den 8. desember 1998.*

*Det er uklart for Oslo Børs om selskapet i denne anførselen erkjenner at hevingen av avtalen i seg selv var en opplysning av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer, men at forholdet omfattes av resultatvarselet. Oslo Børs forstår i alle tilfelle anførselen slik at Provida hevder at selskapet først den 8. desember 1998 hadde plikt til informere om hevingen av VPS-avtalen.*

*Som tidligere nevnt har selskapet opplyst at de mottok varsel om heving av VPS-avtalen etter børsens stengetid på fredag den 4. desember 1998. Børsmelding om resultatvarselet ble offentliggjort gjennom børsens informasjonssystem tirsdag den 8. desember 1998 kl. 11.34. Dagen før hadde selskapet offentliggjort opplysningene om at CBK hadde hevet avtaler med Provida til en samlet verdi av ca. kr. 109 mill. På dette tidspunkt var hevingen av VPS-avtalen kjent for Provida. Avtalen med VPS ble imidlertid ikke nevnt i denne meldingen.*

*Oslo Børs finner det utvilsomt at Provida på denne bakgrunn ikke har overholdt umiddelbarhetskriteriet i børsforskriften § 5-2 første ledd, ved først å sende børsmelding som indirekte omfatter opplysning om hevingen av VPS-avtalen den 8. desember 1998. Meldingen om hevingen skulle vært sendt Oslo Børs senest på morgenen den 7. desember 1998.*

*Oslo Børs finner etter dette ingen grunn til å behandle Providas anførsel om at opplysning om avtalen må sies å være omfattet av resultatvarselet gitt den 8. desember 1998, all den tid fremleggelse av informasjon om avtalen på dette tidspunkt allerede utgjorde et brudd på børsforskriften § 5-2 første ledd.*

*Oslo Børs' konklusjon er således at Provida har overtrådt børsforskriften § 5-2 første ledd, jf. børsloven § 4-7, ved ikke umiddelbart å gi melding til børsen om heving av avtalen med VPS.*

## **8.2 Resultatsvikt i RS/2**

*Også for denne del av saken er spørsmålet om Provida har brutt informasjonsplikten etter børsloven § 4-7 og børsforskriften § 5-2 første ledd, ved at foretaket ikke forut for fremleggelsen av delårsrapport for tredje kvartal 1998 gikk ut med et resultatvarsel til markedet vedrørende resultatet for RS/2.*

*Det er Oslo Børs' oppfatning at Provida ved uttalelser i børsmeldinger 16. mars 1998 og 6. august 1998, hvor selskapet henholdsvis orienterte om oppkjøpet av RS/2 og Providas resultat for første halvår, samt gjennom uttalelser på pressekonferanse 6. august 1998, skapte en forventning i markedet om at resultatet i RS/2 for 1998 minimum ville bli på høyde med de tidligere resultater i dette selskapet, dvs. minimum NOK 10-13 millioner. Providas uttalelser er gjengitt i punkt 5.2 over. Provida kan på denne bakgrunn etter Oslo Børs' oppfatning ikke høres med, som anført av Provida i brev av 13. november 1998, at markedet ikke hadde forventninger til resultatet i RS/2 for 1998. Børsen viser særskilt til at Provida i sistnevnte brev selv har opplyst at den informasjon adm. dir. Jo Arnstad ga om resultatet på*

pressekonsferansen den 6. august 1998, på NOK 10-12 millioner, var et resultatanslag som gjaldt RS/2 isolert for 1998. At slike uttalelser fra adm. dir. i et selskap skaper forventninger i markedet må anses som utvilsomt.

Som for forholdet behandlet under punkt 8.1, er det en forutsetning for informasjonsplikt, i henhold til børsforskriften § 5-2, første ledd, at de aktuelle opplysningene må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer.

Det var skapt en forventning i markedet om at RS/2 minimum ville få et overskudd som tidligere år på ca. NOK 10-13 millioner. Etter at innfusjoneringen av RS/2 var gjennomført viste det seg imidlertid at RS/2 i første halvår 1998 fikk et underskudd på NOK 11,5 millioner og at man av denne grunn forventet et nullresultat for RS/2 for hele året. Provida opplyste i børsmeldingen av 29. oktober 1999 at underskuddet i RS/2 bidro til et akkumulert resultat for Provida pr. 3. kvartal 1998 på NOK 11,7 mill, en resultatnedgang på 36% i forhold til samme periode året før.

På bakgrunn av selskapets opprinnelige forventninger til resultatet for RS/2 for 1998, burde resultatet for RS/2 pr. 1. halvår 1998 vært minimum NOK 5 millioner. Resultatet i RS/2 pr. 1. halvår var således minimum NOK 16,5 millioner lavere enn forespeilet. Avviket fra forespeilet resultat for RS/2 utgjorde ca. 3% av Providas børsverdi på ca. NOK 538 millioner pr. 28. oktober 1998, dagen før fremleggelsen av resultatet for 3. kvartal 1998.

Det er Oslo Børs oppfatning at hvor Provida ved flere anledninger gir markedet forventninger om at det innfusjonerte selskapet RS/2 vil få et resultat tilsvarende tidligere år, vil informasjon om at forventningene ikke er berettiget og at RS/2 istedet vil få et negativt resultat som vil medføre en resultatnedgang på 36% i det fusjonerte selskaps akkumulerte resultat for 3. kvartal 1998 i forhold til året før, klart være en opplysning som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på Providas aksjer. Provida har ved beregningen av den angitte resultatnedgangen tatt utgangspunkt i resultatet for Provida for 3. kvartal 1997 uten RS/2. Dersom man ved beregningen hadde tatt utgangspunkt i resultat pr. 3. kvartal 1997 for Provida inkludert RS/2, ville resultatnedgangen blitt enda større, tatt i betraktning at RS/2 i 1997 hadde et solid overskudd.

Provida-aksjens kursutvikling fra 13. til 14. oktober 1998, hvor kursen sank fra NOK 90 til NOK 75, en nedgang på nærmere 17%, kan muligens tyde på at resultatavviket i RS/2 ble kjent i markedet ca. to uker før opplysningen ble offentliggjort. Oslo Børs er ikke kjent med andre forhold som skulle tilsi en slik kursutvikling for Provida-aksjen i perioden før den 29. oktober 1998. Dersom en legger perioden 7. til 28. oktober 1998 til grunn, var kursfallet ca. 22%. I denne samme perioden økte totalindeksen og IT-indeksen med henholdsvis 16,5% og 23,8%. Etter fremleggelsen av resultatet den 29. oktober 1998 sank kursen ytterligere 5,4% mot totalindeksens og IT-indeksens økning på ca. 2%. Kursutviklingen i Provida-aksjen forut for fremleggelse av resultatet for 3. kvartal 1998 kan tyde på at opplysningene om resultatet i RS/2 for en stor del allerede var reflektert i kursen på aksjen ved offentliggjøringen av resultatsvikten.

Børsforskriften § 5-2 oppstiller et umiddelbarhetskriterium for offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger.

Basert på opplysninger fra Provida i brev av 13. november 1998, fremkommer det at Provida fikk informasjon om resultatsvikten i RS/2 to uker før fremleggelsen av Providas tall for 3.

kvartal 1998, i forbindelse med regnskapsavslutningen for RS/2 pr. 3. kvartal s å. Fusjonen av Provida og RS/2 var på dette tidspunkt gjennomført. Senest den 15. oktober 1998 hadde Provida derfor data som viste at resultatet for RS/2 for 1. halvår 1998 ville bli vesentlig dårligere enn tidligere år og at dette ville påvirke Providas resultat for 3. kvartal 1998. Provida valgte å vente med å opplyse om underskuddet i RS/2 til fremleggelsen av Providas tall for 3. kvartal 1998 den 29. oktober 1998. Først på dette tidspunkt ble derfor tidligere opplysninger om forventninger til årsresultat korrigert.

I en situasjon hvor selskapet har gitt markedet forventninger om hvordan årsresultatet for RS/2 ville bli, er det Oslo Børs' oppfatning at selskapet ikke kan vente med å gi markedet informasjon om et vesentlig avvik fra forventet halvårsresultat i RS/2, til den planlagte fremleggelsen av resultatet for Provida for 3. kvartal 1998, all den tid denne fremleggelsen lå to uker frem i tid fra informasjonen senest forelå for selskapet. Selskapet burde ha tatt skritt for å gi markedet informasjonen umiddelbart.

Til støtte for dette syn viser Oslo Børs til tidligere nevnte sak om overtredelse av informasjonsplikten for Stentofon AS, i børsstyremøte den 9. mai 1995. Saken gjaldt bl.a. spørsmål om Stentofon AS hadde brutt informasjonsplikten ved at selskapet unnlot å gi melding til Børsen umiddelbart etter at selskapet hadde informasjon som viste at selskapet neppe ville oppnå et positivt resultat for 1994. Selskapet hadde ved flere anledninger i 1994 gitt markedet kvalifiserte forventninger om et positivt årsresultat. Børsstyret uttaler om dette på side 11 i protokollutskriften:

*"Slike uttalelser medførte i den foreliggende situasjon for STENTOFON et særlig ansvar for å korrigere forventningene i markedet så snart selskapet fikk informasjon som viste at forventningene neppe ville slå til."*

Dette prinsipp er videreført i sak om brudd på informasjonsplikten for Sysdeco ASA, i sak nr. 26/97. Børsstyret fastslo i denne saken at det foreligger en umiddelbar plikt for et selskap til å korrigere markedets forventninger hvor selskapet tidligere har uttalt seg om forventet resultat.

Oslo Børs finner etter dette at Provida har overtrådt børsforskriften § 5-2 første ledd, jfr. børsloven § 4-7, ved ikke å gi melding til Oslo Børs umiddelbart etter at selskapet hadde informasjon som viste at resultatet for RS/2 for 1. halvår 1998 vesentlig ville avvike fra det resultat som var forespeilet markedet.

(...)

## **10. Sanksjonsspørsmålet**

Oslo Børs har etter dette kommet til at selskapet ved flere anledninger har brutt sin informasjonsplikt.

Etter børsforskriften § 25-5, jf. børsloven § 6-3 kan børsstyret ilegge foretak som bryter børsloven og børsforskriften et overtredelsesgebyr på inntil 10 ganger årlig kursnoteringsavgift for hver overtredelse som kan sanksjoneres med overtredelsesgebyr.

Oslo Børs finner begge overtredelsene såpass alvorlige at det bør reageres med overtredelsesgebyr i hvert av tilfellene.

*I den tidligere nevnte sak om overtredelse av informasjonsplikten for Stentofon AS, ilet børsstyret selskapet et overtredelsesgebyr på 1 ganger årlig kursnoteringsavgift. Saken er i korthet referert ovenfor og kan etter Oslo Børs' oppfatning i stor grad sammenlignes med Providas overtredelse av informasjonsplikten knyttet til resultatvikten i RS/2.*

*I tidligere saker om overtredelse av informasjonsplikten knyttet til inngåelse eller heving av avtaler, har børsstyret ilagt overtredelsesgebyrer i størrelsesorden 2-3 ganger årlig kursnoteringsavgift. I denne forbindelse vises særskilt til 2 overtredelsessaker mot Alvern ASA (sak nr. 158/97 og 56/98) vedrørende brudd på informasjonsplikten knyttet til henholdsvis inngåelse og heving av avtaler om utplassering av reklameholdere på bensinstasjoner. I begge sakene ble Alvern ASA ilagt overtredelsesgebyr på 2 ganger årlig kursnoteringsavgift.*

*Oslo Børs har ved utmåling av reaksjonens størrelse funnet det skjerpene at det i nærværende sak dreier seg om to overtredelser i løpet av kort tid, samt at det foreligger indikasjoner på at det kan ha oppstått lekkasjer i forhold til opplysningene om resultatvikten i RS/2 som gjorde at informasjonen var ulikt fordelt på markedsaktørene forut for offentliggjøringen. Oslo Børs finner derfor grunn til å anvende en strengere reaksjon for den enkelte overtredelse enn i de saker som er angitt ovenfor.*

*Oslo Børs kan ikke se at det foreligger momenter av særskilt formildende karakter.*

*Oslo Børs finner på denne bakgrunn og etter en samlet vurdering at overtredelsesgebyret passende kan settes til 3 ganger kursnoteringsavgiften for hver overtredelse, hvilket tilsammen utgjør en sanksjon på 6 ganger kursnoteringsavgiften, tilsvarende et overtredelsesgebyr på NOK 300.000.*

## **11. Vedtak**

*Børsstyret fattet følgende vedtak:*

*"Børsstyret vedtok å ilegge Provida ASA overtredelsesgebyr tilsvarende 6 -seks- ganger kursnoteringsavgiften, jf. børsloven § 6-3, jf. børsforskriften § 25-5, for brudd på børsforskriften § 5-2, første ledd, jf. børsloven § 4-7.*

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

**Motegruppen ASA – manglende informasjon om generalforsamling og utbytte** (vedtak av 24.8.99)

### **1. Innledning**

*Saken gjelder brudd på reglene i børsforskriftens kapittel 4 om informasjon som skal sendes børsen i forbindelse med selskapets generalforsamling, samt brudd på børsforskriften § 5-2 annet ledd om informasjonsplikt ved beslutning om utbytte. Oslo Børs mottok ingen informasjon fra selskapet om generalforsamlingen før etter at generalforsamlingen var avholdt. Informasjon ble først sendt etter en henvendelse fra selskapet hvor Oslo Børs ble spurt om man måtte foreta seg noe overfor børsen i forbindelse med en avholdt generalforsamling. Selskapet sendte heller ingen melding om vedtak av utbytte*

.....

#### **4. Rettslig utgangspunkt**

*Kravene til å gi opplysninger om generalforsamlingen følger av børsforskriftens kapittel 4. Innkalling til generalforsamling er regulert i § 4-1 hvor det heter:*

*” Selskapets generalforsamling skal innkalles ved skriftlig henvendelse til alle aksjeeiere med kjent adresse. Innkallingen med samtlige vedlegg skal senest samtidig sendes børsen. Innkalling til generalforsamling skal så snart som praktisk mulig etter utsendelse annonseres i minst en riksdekkende avis. Dersom forslag til forhøyelse av aksjekapitalen innebærer at aksjeeiernes fortrinnsrett fravikes, skal dette fremgå av innkallingen.”*

*Oversendelse av generalforsamlingsprotokollen er regulert i § 4-4:*

*” Generalforsamlingsprotokollen skal umiddelbart etter at den er underskrevet sendes børsen. ”*

*Informasjonsplikt ved beslutning om utbytte følger av børsforskriften § 5-2 andre ledd hvor det heter:*

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

- 1. Forslag og beslutning i styret, generalforsamling eller annet selskapsorgan, om utbytte, fusjon, fisjon, forhøyelse eller nedsettelse av aksjekapitalen. Det samme gjelder forslag og beslutning om utstedelse av tegningsretter, opptak av lån med rett til å kreve utstedt aksjer i selskapet, samt opptak av ansvarlig lånekapital*
- 2. ...”*

*Opplysninger etter børsforskriften § 5-2 annet ledd skal offentliggjøres i henhold til samme forskrifts § 23-2. Etter § 23-2 første ledd skal opplysningene offentliggjøres i børsens informasjonssystem.*

.....

#### **6. Vurdering**

*Selskapet sendte verken innkalling til generalforsamling eller generalforsamlingsprotokollen til børsen. Det ble heller ikke sendt børsmelding. Generalforsamlingsprotokollen ble oversendt etter en telefonsamtale med selskapet hvor selskapet forespurte om man måtte foreta seg noe overfor børsen i forbindelse med den avholdte generalforsamlingen. Telefonsamtalen fant sted etter børsåpning dagen etter at generalforsamlingen var avholdt. At innkallingen til generalforsamlingen ikke ble oversendt Oslo Børs er en overtredelse av børsforskriften § 4-1. At generalforsamlingsprotokollen først ble oversendt etter at selskapet hadde kontaktet børsen med et generelt spørsmål om det måtte foreta seg noe i tilknytning til den avholdte generalforsamling, kan ikke anses som umiddelbar oversendelse og er dermed en overtredelse av børsforskriften § 4-4.*

*Selskapet sendte heller ikke melding om generalforsamlingens vedtak om utbytte. Dette er et brudd på informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2 annet ledd.*

*Opplysninger om utbytte og ex-dato er viktig informasjon for markedet. De har en direkte effekt på prisingen av aksjene, og uten korrekt informasjon vil kursfastsettelsen i markedet være feil. Reglene i børsforskriftens kapittel 4 og § 5-2 annet ledd skal sikre at markedet får rettidig informasjon om generalforsamlingen og forslag og vedtak om utbytte. Dersom selskapene ikke følger disse reglene vil det kunne oppstå situasjoner hvor det handles på feil grunnlag. Handlene som ble foretatt før selskapet ble suspendert kl. 10:54 den 15. april 1999 illustrerer dette. Det ble omsatt 5 000 aksjer til kurser som ikke var korrigert for at aksjene var gått ex utbytte.*

*Det må også påpekes at selve innkallingen til generalforsamling i seg selv er viktig informasjon for markedet. Selv om direkte kurssensitive forhold skal behandles for seg, vil det være viktig at markedet får kjennskap til generalforsamlingen og hva som skal behandles på denne.*

*For å sikre at børsen og markedet har korrekt informasjon er det utarbeidet skjemaer som sendes selskapene tidlig på året. Selskapene skal fylle ut skjemaene og returnere dem til børsen med spesifikk informasjon om blant annet tidspunkt for generalforsamling og forslag om utbytte. På denne måten har Oslo Børs tilrettelagt for nødvendig fokus og forutsigbarhet omkring viktig informasjon for markedet og markedsplassen. Ett av motivene er blant annet at man i tilstrekkelig tid før de enkelte hendelser skal ha mulighet til å kontakte selskapene dersom viktig informasjon mangler. Således kan man fange opp at et selskap i nær fremtid går ex utbytte uten at størrelsen på utbyttet er kommunisert til markedet. Da kan man sørge for at slik informasjon blir gitt uten å måtte gripe inn i handelen ved for eksempel suspensjon.*

*Manglende informasjon om ex-dato og utbytte vil ikke bare kunne påvirke kursfastsettelsen på de angjeldende aksjer isolert sett. I det foreliggende tilfellet medførte dette også feil i børsens indekser. Indeksene benyttes av markedsaktørene i flere sammenhenger, blant annet til styring av porteføljer. Feil i disse produktene vil derfor ha negative effekter for aktørene, noe som igjen er negativt for børsen og tilliten i markedet. Det er derfor av stor viktighet at man unngår situasjoner som i det aktuelle tilfellet, hvor SMB indeksen var feil den 15. april 1999 og man måtte foreta korreksjoner den påfølgende dag.*

*Det ovenstående illustrerer at selskapets manglende overholdelse av børsforskriften og børsens rutiner for innhenting av informasjon, medførte en meget uheldig situasjon for børsen og markedet. På bakgrunn av dette er det børsens oppfatning at selskapets overtredelse bør medføre sanksjoner fra børsens side.*

*Det bør i denne forbindelse nevnes at også andre børsnoterte selskaper fra tid til annen "glemmer" å innkalling og/eller protokoll i forbindelse med avholdelse av generalforsamling til børsen. Dette løses ofte uten direkte sanksjoner fra børsens side, gjennom blant annet at selskapet blir kontaktet og bedt om å komme med de nødvendige opplysninger. I slike tilfeller er Oslo Børs ofte gjort oppmerksom på at det skal avholdes generalforsamling gjennom annen informasjon som er offentliggjort fra selskapet blant annet etter skjemaer fra Oslo Børs. I den aktuelle saken fikk imidlertid overtredelsene av børsforskriften direkte negative konsekvenser for børsen og markedet. Oslo Børs hadde ikke tilstrekkelige opplysninger til å fange opp overtredelsene før det var for sent. I tråd med ovenstående krever dette en reaksjon fra børsens side.*

*Selskapet har i sitt brev av 9. august ikke kommet med anførsler hva gjelder beskrivelsen av faktum i saken. Det er imidlertid anført at de finner det strengt å ilegge sanksjoner fra*

børsens side. Som beskrevet ovenfor er det børsens oppfatning at overtredelsenes konsekvenser krever at det reageres med sanksjoner.

## **7. Sanksjonsspørsmålet**

Etter børsforskriften § 25-5 jfr. børsloven § 6-3 kan børsstyret ilegge foretak som bryter børsloven og børsforskrift et overtredelsesgebyr på inntil 10 ganger årlig kursnoteringsavgift.

Børsstyret finner at overtredelsen er såvidt alvorlig at det bør reageres med overtredelsesgebyr.

Ved valg av reaksjon er det i skjerpende retning lagt vekt på at den manglende informasjonen til børsen og markedet om generalforsamlingen og utbyttevedtaket fikk direkte og vesentlige konsekvenser for handelen i markedet. Den manglende informasjonen om en endring på hele 20% av børskursen er utvilsomt en informasjon av vesentlig betydning, jf. Børsforskriften § 5-2, første ledd. Det ble handlet på feil grunnlag frem til selskapets aksjer ble suspendert. Det er også lagt vekt på at selskapet verken ga informasjon om innkalling til generalforsamling i forkant, eller informasjon om vedtakene i etterkant. Bare de aksjonærene som hadde fått tilsendt innkallingen til generalforsamlingen med styrets forslag, hadde en viss kunnskap om forholdet. Det skal her bemerkes at det i forbindelse med offentliggjøring av resultatet for 1998 den 19. februar 1999 ble omtalt et utbytteforslag på 1 krone. Informasjon om generalforsamlingen ble imidlertid ikke gitt, slik at man ut fra dette ikke kunne forutse tidspunktet for den eventuelle ex-datoen. Totalt sett har selskapet tydelig bevist at den interne kontrollen i forbindelse med meldinger til børsen og markedet ikke har vært tilfredsstillende.

Oslo Børs har utarbeidet skjemaer mv. med hensikt på å tilrettelegge for at feil av denne typen skal bli oppdaget, jf. Oslo Børs sirkulære nr. 7/99 og sirkulære nr. 7/92. I formildende retning er det lagt vekt på at selskapet tok på seg ansvaret for å dekke de økonomiske tap ved handler foretatt på feil grunnlag. Oslo Børs vil her bemerke at det er et spørsmål hvorvidt selskapet aksjerettslig har adgang til å anvende selskapets midler til å dekke slike tap. Videre er det lagt vekt på at selskapet har endret sine rutiner, og iverksatt tiltak for å sikre overholdelse av børsregelverket i fremtiden.

Børsstyret finner at overtredelsesgebyret passende kan settes til 4 ganger kursnoteringsavgiften, hvilket til sammen utgjør kr 200.000. Ved reaksjonsfastsettelsen er det ikke funnet andre saker hvor en overtredelse av informasjonsplikten har hatt så stort og direkte kursutslag.

## **8. Konklusjon**

Børsstyret fattet følgende vedtak:

”Børsstyret vedtok å ilegge Motegruppen ASA overtredelsesgebyr tilsvarende 4 -fire- ganger kursnoteringsavgiften, jf. børsloven § 6-3, jf. børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften § 4-1, §4-4 og § 5-2 annet ledd.

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemden. Klagefristen er 2 -to- uker.”

**KLAGE FRA ORKLA ASA**

**Avgjørelse 12. august 1999 av klage fra Orkla ASA over Oslo Børs vedtak av 14. juni 1999, om å avslå søknad fra Orkla ASA om dispensasjon fra børsforskriften § 6-1 annet ledd, samt vedtak av børsstyret 4 august 1999 om å nekte å innvilge søknad om tidsbegrenset dispensasjon for år 2000.**

**1. KLAGESAKEN, BØRSKLAGENEMNDENS SAMMENSETNING**

*I brev av 14. juni 1999 av slo Oslo Børs Orkla ASA's søknad om dispensasjon fra kravet i børsforskriften av 17. januar 1994 nr. 30 § 6-1 annet ledd om at delårsrapport skal utarbeides for hvert av regnskapsårets fire kvartaler. Det var vist til at forskriftens krav om at det må foreligge særlige forhold som tilsier at det gis dispensasjon ikke var oppfylt.*

.....

**2. NÆRMERE OM SAKENS BAKGRUNN**

*Etter endring i børsforskriften av 22. januar 1999 med ikrafttredelse 5. februar 1999 er kvartalsvis rapportering i henhold til børsforskriften § 6-1 annet ledd obligatorisk for alle børsnoterte foretak. Orkla rapporterer i dag på tertialbasis, og søkte i brev av 15. april 1999 i medhold av børsforskriften § 6-6, om dispensasjon fra det nevnte kravet, for derved å kunne fortsette med tertialvis rapportering.*

*Søknaden om dispensasjon ble begrunnet med at tertialmodellen er vel tilpasset konsernets virksomhet og de resultatmessige sesongvariasjoner, samt at kvartalsrapportering for Orkla samlet sett ville redusere rapporteringenes informasjonsverdi for aksjonærene.*

*Det ble vist til at påskens tidsmessige plassering vil variere mellom årets første og andre kvartal. Merkevarerområdet omsetter for 24,2 mrd. kr. eller 79 % av konsernets totale omsetning på 30,8 mrd. kr, og for denne delen av virksomheten utgjør plasseringen av påsken ifølge selskapet en relativt betydelig omsetning- og resultatvridning mellom 1 og 2 kvartal. Dersom påsken i et år faller i første kvartal og det neste året i annet kvartal vil omsetningstallene således ikke være direkte sammenlignbare. I et slikt tilfelle vil annet kvartal i år to være svakere enn det første året. Første kvartal vil imidlertid være tilsvarende bedre.*

*Sommervarmens lengde og plassering er også egnet til å påvirke omsetning og resultat betydelig. Dette gjelder i særlig grad drikkevarer virksomheten, som i 1998 utgjorde ca. 22% av Orkla-konsernets totale omsetning. Ved tertialrapportering vil sommeren rapporteres under ett (mai- august). Ved kvartalsrapportering vil sommeren bli delt opp i annet og tredje kvartal, hvorav sistnevnte kvartal vil rapporteres senere enn annet tertial (innen oktober for andre tertial vs. november for tredje kvartal).*

*Selskapet har beregnet standardavvik for den enkelte måned basert på månedsresultater for årene 1995-98. Resultatet viser at juni, juli og august er de månedene med signifikant høyest variasjon i resultat fra år til år. Dette forsterkes ved at ca 45% av årets driftsresultat genereres i annet tertial (snitt 1995-98).*



*Ut fra dette mener Orkla at en kvartalsrapportering samlet sett vil redusere informasjonsverdien for aksjonærene fordi sommerens totale resultat blir offentliggjort 1 måned senere enn hva som er tilfelle ved tertialrapportering.*

*Orkla anfører i forbindelse med sin vurdering av kvartalsrapportering vs. tertialrapportering at informasjonsverdien av en tidligere rapportering av resultatene for årets tre første måneder samt mai og juni som ubetydelig/mindre betydelig enn den negative effekten av en senere rapportering av juli og august. Dette fordi resultatet er lavt i første del av året, samt at utsagnskraften av resultatet for mai og juni er "ufullstendig" pga. forskyvninger av sommersalg mellom de fire sommermånedene mai-august.*

*Selskapet viser også til at markedet, etter det Orkla erfarer, ikke har uttrykt noe ønske om annet enn tertialrapportering. I følge Orkla har markedsaktørene etter forespørsel fra Orkla gitt uttrykk for at tertialrapportering er hensiktsmessig og vel tilpasset Orklas virksomhet.*

*Ut fra ovennevnte kan ikke Orkla se at en ekstra rapporteringsperiode vil gi økt informasjonskvalitet til markedet. Informasjonskvaliteten vil etter selskapets vurdering snarere forringes enn heves og etter selskapets oppfatning er det derfor i aksjonærenes interesse at tertialrapporteringen videreføres for Orklas vedkommende.*

.....

### **3. KLAGERENS ANFØRSLER**

*Orklas klage over børsens vedtak om å nekte dispensasjon omfatter både lovanvendelsen og skjønnsutøvelsen. Klagen er supplert og utdypet ved brev av 9. august 1999 til Børsklagenemnden.*

*Orkla mener at Oslo Børs i sitt avslag har lagt til grunn en for snever fortolkning av dispensasjonsadgangen i børsforskriften § 6-6. Orkla er av den oppfatning at Oslo Børs fortolket bestemmelsen slik at den kun kan benyttes ved overgang fra tertialsvi til kvartalsvis rapportering. Det heter i klagen at:*

*"Hvis formålet med bestemmelsen var å begrense anvendelsen så radikalt som Oslo Børs hevder, måtte dette ha fremgått klart av bestemmelsen. Det hadde for øvrig vært naturlig at dispensasjonsbestemmelsen også hadde inneholdt en tidsbegrensning, hvis Oslo Børs sin oppfatning er korrekt. Orkla mener ut fra ovenstående at Børsforskriften åpner opp for tildeling av en generell dispensasjon."*

*Med hensyn til skjønnsutøvelsen bemerker Orkla at det ikke er mange selskaper som benytter tertialrapportering ved Oslo Børs, men at dette likevel må kunne aksepteres i de enkelttilfeller hvor det utfra markedets behov åpenbart er bedre med tertialsvi enn kvartalsvis rapportering. Orkla er av den oppfatning at dispensasjonsadgangen også er ment å skulle kunne dekke slike tilfeller. Orkla uttaler i denne forbindelse at:*

*"Orkla med sin virksomhet og resultatfordeling vil være en av de mest åpenbare kandidater til å kunne få dispensasjon under denne paragrafen, idet kvartalsrapportering overfor markedet vil kreve en mer spesialisert kunnskap og særlige forutsetninger for å bli forstått, enn det som er tilfelle med tertialrapporteringen."*

*Orkla fremhever at EUs børsforskrift kun forlanger halvårsrapportering, og at det således ikke er slik at alle markeder over hele verden krever kvartalsrapportering. Orkla er også kjent med at NYSE og SEC aksepterer at utenlandske selskaper benytter sine lokale rapporteringsperioder.*

*Orkla hevder videre at det er en utbredt oppfatning i markedet at tertialrapportering er vel tilpasset Orkla, og uttaler i denne forbindelse:*

*”Annet tertial utgjør en hel sommerperiode, det trengs ingen justering mellom to kvartaler for å fremstille sommereffekter mellom årene. Dette opplever vi at markedet forstår og aksepterer. Det er ikke alltid slik at hyppigere informasjon er best dersom utsagnskraften av informasjonen er tvilsom. Oslo Børs påpeker at Orkla kan beregne påske- og sommereffekter. Det kan gjøres, men enhver beregning er beheftet med usikkerhet og bygger på antagelser. Slike beregninger vil tendere til å stille avanserte analytikere og investorer i en bedre posisjon enn småinvestorer. Tertialmodellen har gjort Orkla i stand til å rapportere resultater uten å måtte ta i bruk slike beregninger. Dette underbygger at tertialmodellen er mer tilpasset Orklas virksomhet og gir mer utsagnskraftig informasjon enn kvartalsmodellen.”*

*Orkla mener at markedet ikke får en bedre, men snarere en vanskeligere tilgjengelig realkunnskap om selskapets utvikling ved overgang til kvartalsrapportering for deres vedkommende, og hevder at risikoen for usikkerhet og spekulasjoner knyttet til sommersalgets innvirkning på resultatene vil øke ved kvartalsrapportering. Dette vil særlig gå ut over de ikke-profesjonelle aktører og derved skape en økt favorisering av profesjonelle analytikere og investorer.*

*Forutsatt at Børsklagenemnden fastholder Oslo Børs' vedtak av 14. juni 1999, ber Orkla subsidiært om at det gis dispensasjon fra kravet om kvartalsvis rapportering ut år 2000. Dette av hensyn til konsernets engasjement i Baltic Beverages Holding (BBH) hvor selskapet er i partnerskap med det finske børsnoteerte selskapet Hartwall som rapporterer tertialvis. Det hevdes at det tidligst vil bli krav om kvartalsrapportering i Finland i år 2001. Det fremholdes at virksomheten i BBH har stor betydning for markedets vurdering av Orklas løpende utvikling. Ved ulik rapporteringshyppighet hos de to eierne må BBHs rapportering tilpasses begge, hvilket vil medføre rapportering til markedet pr. månedene mars, april, juni, august, september og desember. Dette vil ha som konsekvens at den del av markedet som kan følge Hartwalls rapportering, kan beregne BBH's resultat for månedene juli og august ca én måned før Orkla rapporterer dette resultatet som en del av 3. kvartal.*

#### **4. BØRSSTYRETS BEGRUNNELSE**

*Børsstyret legger til grunn at Oslo Børs' vedtak om å avslå Orklas søknad om dispensasjon er et vedtak som gjelder Orklas ”rettigheter og plikter”, jfr forvaltningsloven § 2 første ledd b). Avslaget er således et enkeltvedtak. Dette enkeltvedtaket er et ”vedtak av børsen som er gjenstand for klage”, jfr børsforskriften § 26-1 første ledd.*

*Børsstyret viser til at etter børsforskriften § 6-1 annet ledd første punktum skal delårsrapporter utarbeides for hvert av regnskapsårets fire kvartaler. Regler om adgangen til å dispensere fra kravet i børsforskriften 6-1 annet ledd følger av børsforskriften § 6-6 hvor det heter at :*

*”Børsen kan gjøre unntak fra §§ 6-1 til 6-5 dersom særlige forhold tilsier dette.”*

*Børsstyret avviser at Oslo Børs har tolket dispensasjonsadgangen i børsforskriften § 6-6 dithen at denne kun kan benyttes ved overgang fra tertialsvis til kvartalsvis rapportering. Denne anvendelsen er kun et eksempel på anvendelsen av bestemmelsen hentet fra de uoffisielle forarbeidene til den reviderte børsforskriften. Det fremgår av bestemmelsens ordlyd at dispensasjonsadgangen er forbeholdt særlige tilfeller. Ordlyden er ikke til hinder for at det kan gis en tidsubegrenset dispensasjon dersom det foreligger særlige forhold som tilsier en slik dispensasjon.*

*Børsstyret drøfter deretter om de forhold som er beskrevet av Orkla i søknaden og klagen er å anse som ”særlige forhold” som tilsier at det gis dispensasjon. I denne forbindelse skriver børsstyret følgende:*

*”Orkla anfører at selskapets nåværende rapportering er vel tilpasset de sesongsvingninger selskapet er utsatt for og at utsagnskraften av den finansielle rapportering derfor vil svekkes ved en overgang til kvartalsvis rapportering. Orkla hevder at så vel investorer som analytikere er av den samme oppfatning.*

*Som det fremgår av børsens brev av 14. juni 1999 var disse forhold kjent for børsen forut for revisjon av børsforskriften og således tatt hensyn til ved børsens forslag og vurdering av innføring av obligatorisk kvartalsrapportering. Det vises i den forbindelse til Næringslivets Hovedorganisasjons høringsuttalelse til endring av børsforskriften, som på dette punkt anfører de samme argumenter som Orkla. Det vises videre til at det ved høringen ikke var andre høringsinstanser som hadde innsigelser mot det foreslåtte obligatoriske kravet til kvartalsrapportering.*

*Det fremgår videre av samme brev at Oslo Børs er av den oppfatning at markedsaktørene ved sin vurdering av selskapet i tilstrekkelig grad vil være i stand til å ta hensyn til de sesongsvingninger som selskapet er utsatt for.*

*Orkla anfører at kvartalsvis rapportering vil favorisere de mest profesjonelle aktørene i markedet. Etter Oslo Børs’ oppfatning vil de profesjonelle aktørene i markedet alltid være favorisert som følge av sin kompetanse og de ressurser de har til rådighet. Oslo Børs er ikke i stand til å se at dette skulle være et særlig forhold som skulle tilsi at dispensasjon bør innvilges.*

*Når det gjelder krav til finansiell rapportering ved andre børser var også dette et forhold som var kjent ved vurderingen av om obligatorisk kvartalsrapportering skulle innføres. Det kan også nevnes at Oslo Børs for sekundærnoterte selskaper aksepterer en annen rapporteringshyppighet dersom dette følger av primærbørsens regelverk.*

*Hensynet til investorene var bakgrunnen for innføringen av obligatorisk kvartalsrapportering. Oslo Børs er av den oppfatning at kvartalsvis rapportering om utsteders løpende drift og finansielle situasjon til markedet må antas å gi et bedret grunnlag for vurdering av utsteders aksjer samtidig som det reduserer risikoen for spekulasjoner og lekkasjer i periodene mellom rapporteringene.*

*Økt investorfokus har da også medført at børser som det for Oslo Børs er naturlig å sammenligne seg med har innført obligatorisk kvartalsrapportering. Dette gjelder Stockholm*

*Fondbörs og børsen i Helsinki. I det europeiske vekstselskapsamarbeidet Euro.NM (European New Markets) har man nylig besluttet å innføre obligatorisk kvartalsvis rapportering.*

*Oslo Børs kan etter dette ikke se at det i klagen fremkommer nye opplysninger av betydning for behandling av spørsmålet om dispensasjon for Orkla fra kravet om kvartalsrapportering.”*

*Børsstyret drøfter etter dette Orklas subsidiære krav om tidsbegrenset dispensasjon fra kravet om kvartalsvis rapportering ut år 2000. Børsstyret viser til at en har brakt på det rene at Hartwall hittil har rapportert tertialsvis, samt at det nylig vedtatte kravet ved Helsingforsbørsen om halvårlig eller kvartalsvis rapportering først vil tre i kraft fra år 2001 for selskaper med ordinært regnskapsår. Hartwall har ordinært regnskapsår og Orkla har opplyst at Hartwall ikke har forberedt overgang til kvartalsvis rapportering fra og med år 2000. Dette medfører at Baltic Beverages Holding vil måtte rapportere til sine eiere både kvartals- og tertialsvis i år 2000.*

*Børsstyret sier videre:*

*”En dispensasjon etter børsforskriften § 6-6 må være basert på særlige forhold. Oslo Børs antar at de særlige forhold må være knyttet til det aktuelle børsnoterte selskap og/eller til forhold i det norske verdipapirmarkedet, og at et partnerskap i forhold til et utenlandsk selskap børsnotert på en annen børs ikke utgjør et slikt særlig forhold. Dette gjelder i særlig grad hvor det regelverk den utenlandske partneren opererer under ikke forhindrer sistnevnte i å inkorporere tilsvarende rapporteringsregler som pålegges Orkla.*

*Det kan legges til at flere andre selskaper er i samme situasjon som Orkla, Hartwall og Baltic Beverages Holding.”*

*Med grunnlag i forannevnte konkluderte børsstyret med at:*

*”Oslo Børs vedtak av 14. juni 1999 om å avslå søknad fra Orkla ASA opprettholdes. Orkla ASA innvilges ikke dispensasjon fra børsforskriften § 6-1 annet ledd for år 2000. Klagen oversendes Børsklagenemnden for behandling.”*

## **5. BØRSKLAGENEMNDENS BEMERKNINGER**

*Saken gjelder anvendelse av dispensasjonsbestemmelsen i børsforskriften § 6-6. Børsklagenemnden er enig i at det etter bestemmelsens ordlyd må kunne gis både tidsbegrensede og tidsbegrensede dispensasjoner, avhengig av at det foreligger særlige forhold som tilsier slik dispensasjon.*

*Børsklagenemnden er enig med Børsstyret i at det for Orklas vedkommende ikke kan sees å foreligge slike særlige forhold at det kan begrunne en permanent dispensasjon fra kravet om kvartalsvis rapportering. Det er mange bedrifter som har en sterkt sesongavhengig omsetning, ikke minst knyttet til sommermånedene. Når man på tross av dette innførte obligatorisk kvartalsvis rapportering som innebærer en oppdeling av rapporteringen pr. 01.07., er det fordi jevnlig og hyppig informasjon til markedet må gå foran ønsket om å kunne rapportere sommermånedene under ett. Tilsvarende synspunkt gjør seg gjeldende for så vidt angår påskeferieavviklingen som kan komme vekselvis i 1. og 2. kvartal. Når dette kan gi seg store utslag i sammenligningen med foregående års tall, er dette forhold som må kunne*

avhjelpes med kommentarer til kvartalsrapportene. Det vises for øvrig til børsens merknader på dette punkt, som Børsklagenemnden slutter seg til.

Når det derimot gjelder Orklas anmodning om en midlertidig dispensasjon ut året 2000 før en legger om til kvartalsrapporter, finner Børsklagenemnden å ville imøtekomme dette ønsket, som fremkom først i klageomgangen. Børsklagenemnden er enig med Orkla i at selskapets forhold til Baltic Beverages Holding og den finske partner Hartwall må kunne sees som et moment i relasjon til spørsmålet om det skal gis en midlertidig dispensasjon. Dette moment sammen med de forhold som anføres i søknaden om en permanent dispensasjon, gjør at Børsklagenemnden finner å kunne gi ett års dispensasjon fra regelen i børsforskriften § 6-1. Det forhold at markedet synes å ha vært fornøyd med tertialrapportering hittil, gjør at Børsklagenemnden ikke ser store betenkeligheter med dette

Orkla har i sitt brev til Børsklagenemnden av 9. august 1999 bedt om at det fastsettes at spørsmålet om ytterligere tidsbegrenset dispensasjon utover år 2000 avgjøres i år 2000. Børsklagenemnden er av den oppfatning at både Orkla, BBH og Hartwell i løpet av år 2000 må kunne legge om til kvartalsvis rapportering. Ytterligere dispensasjon kan derfor ikke påregnes.

Avgjørelsen er enstemmig.

## **6. VEDTAK**

Oslo Børs' vedtak av 14. juni 1999 om å avslå søknad fra Orkla ASA opprettholdes. Orkla ASA innvilges dispensasjon fra børsforskriften § 6-1, annet ledd, for året 2000.

**Schibsted ASA – Brudd på informasjonsplikten** (vedtak av 24.8.99)

### **1. Innledning**

Saken gjelder spørsmål om Schibsted ASA ("Schibsted") har brutt informasjonsplikten etter børsloven og børsforskriften, ved at melding om planlagte kostnadsbesparelser i Aftenposten AS (datterselskap av Schibsted) først ble gitt til en rekke av selskapets ansatte den 27. januar 1999 før markedet ble informert ved en børsmelding samme dag kl 14.49.

.....

### **7. Vurdering**

#### **7.1 Informasjonsplikt**

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

Det må således først vurderes hvorvidt opplysningene om kostnadsbesparelsene er å anse som opplysninger i forhold til børsforskriften § 5-2. Videre må det vurderes hvorvidt opplysningene må antas å være av en slik karakter at de er av en ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer.

*Informasjon som selskapet offentliggjorde i børsmelding den 27. januar 1999 baserte seg på forhold som var behandlet i ledergruppen i Aftenposten. Selskapet meddelte i børsmeldingen at gjennomføringen av innsparingsplanene i den nærmeste fremtid ville bli drøftet med tillitsvalgte i selskapet. Med dette legger Oslo Børs til grunn at informasjonen rundt innsparingsplanen på dette tidspunkt hadde materialisert seg slik at disse må anses som ”opplysninger” i forhold til børsforskriften § 5-2 første ledd.*

*Selskapet anfører at markedet allerede før den 27. januar 1999 var kjent med de kostnadsbesparelser som ville bli offentliggjort av styret. Selskapet viser til at markedet var informert gjennom børsmeldinger offentliggjort den 23. desember 1998 og 18. januar 1999, samt i mer generelle ordlag i 2. og 3. kvartalsrapportene for 1998. I meldingen som ble offentliggjort den 23. desember 1998 ble det redegjort for kostnader i forbindelse med blant annet førtidspensjonering i Aftenposten, restrukturering innen internettaktivitetene og selskaper innen TV/Film Infrastruktur. De aktuelle beløpene er kostnadsført i regnskapet for fjerde kvartal. Oslo Børs kan ikke se at denne meldingen inneholder noen referanse til kostnadsbesparelsene som ble offentliggjort den 27. januar 1999.*

*I meldingen som ble offentliggjort 18. januar 1999 fremkom at det i 1998 ville bli kostnadsført NOK 30 millioner forbindelse med førtidspensjonering i Aftenposten. Det opplyses videre om at den årlige kostnadsbesparelsen i forbindelse med førtidspensjoneringen vil bli ca NOK 30 millioner, med forventet full effekt fra år 2001. I forbindelse med offentliggjøringen den 27. januar 1999 av kostnadsbesparelsene på NOK 150 millioner, vises det til at de årlige besparelsene på NOK 30 millioner i forbindelse med førtidspensjonering er inkludert i tallet. Årlige kostnadsreduksjoner utover det markedet allerede var kjent med, utgjør derfor NOK 120 millioner.*

*Videre vises det til at selskapet var kjent med at analytikere på forhånd hadde estimert effekten av innsparingene til å være i størrelsesordenen NOK 100 millioner. En rekke norske børspoterte selskap følges jevnlig av analytikere, og det foreligger løpende estimater for blant annet fremtidige resultater for selskapene. Det forhold at analytikere i flere tilfeller ”treffer” med sine estimater, innebærer ingen bekræftelse på at selskapet har oppfylt sin informasjonsplikt..*

*Kursutviklingen for selskapets aksjer viser at markedet reagerte positivt på meldingen om kostnadsbesparelser. I ett svakt oppadgående marked (totalindeksen opp 1,2%), steg Schibsteds aksjer med hele 9% fra 26. januar til 27. januar 1999. Selskapet anfører at kursen på selskapets aksjer ikke kan predikeres med utgangspunkt i totalindeksen. Uavhengig av totalindeksens bevegelsen den dagen, er likevel en kursoppgang på 9% i løpet av en dag uvanlig for kursen på Schibsteds aksjer. Kursutviklingen i løpet av dagen 27. januar 1999 viser at en stor del av økningen kom i forkant av at meldingen om besparelsene ble offentliggjort. Kursen økte med 5% i perioden frem til meldingen ble offentliggjort, og med 3,8% etter dette tidspunktet. Selskapet anfører i sitt brev av 9. august 1999 at kursutslaget den 27. januar 1999 kan forklares med bakgrunn i meldingen om mulig fusjon mellom Telenor og Telia. Denne meldingen ble offentliggjort 19. januar 1999. Kursen på selskapets aksjer økte med 2,7% fra sluttkursen 19. januar 1999 til sluttkurs 20. januar 1999. Fra sluttkursen 19. januar 1999 til sluttkurs 26. januar 1999 økte kursen med 11,1%. Basert på dette synes det lite sannsynlig at meldingen som ble offentliggjort over en uke tidligere, kunne bevege kursen på Schibsteds aksjer med hele 9% i løpet av 27. januar 1999.*

*Schibsted viser til at kursen på selskapets aksjer har beveget seg, både i positiv og negativ retning, med over 5% på en dag tolv ganger i løpet av perioden mai 1998 til april 1999, inkludert kursbevegelsen den 27. januar 1999. En gjennomgang av kursutviklingen i perioden viser at av de tolv gangene hvor kursen har beveget seg med mer enn 5%, samfaller to av gangene med fremleggelse av delårsrapporter, mens seks av gangene faller innenfor perioden september til begynnelsen av november 1998, hvor markedet generelt opplevde et kraftig fall i kursene. Den ene kursbevegelsen på over 5% samfaller med en etterfølgende profitwarning fra selskapet. Kursbevegelser på over 5% i løpet av en dag kan derfor i de fleste tilfeller knyttes opp mot meldinger fra selskapet eller et generelt fall i markedet.*

*Selskapet viser til VPS-utskrifter for den 27. januar 1999. I henhold til VPS-utskriftene var det en del utlendinger inne på kjøpersiden den 27. januar 1999, hvorav 15 stykker kjøpte mer enn en børspost. For innledninger var bildet mer spredt, hvorav 21 solgte en børspost eller mer og 10 kjøpte en børspost eller mer. Selskapet mener at dette støtter opp under deres forståelse av at kursbevegelsen den 27. januar 1999 i hovedsak skyldes utenlandske fond som ønsket å styrke seg i Schibsted-aksjen.*

*Oslo Børs er av den oppfatning at de forhold som denne saken gjelder, isolert sett "...må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer", jf. børsforskrift § 5-2. første ledd. At andre faktorer kan ha hatt innvirkning på den faktiske kursutviklingen er ikke avgjørende i forhold til vurderingen om informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2 er overholdt. Oslo Børs viser i denne sammenheng til børsklagenemndens sak nr. 1/1989 hvor det blant annet fremgår:*

*"Det lar seg ikke etterwise at offentliggjøring av avtalen rent faktisk hadde noen særlig effekt på kursen. I og for seg taler kursutviklingen etter offentligjøringen i noen grad mot at avtalen hadde noen slik effekt. Offentligjøringens faktiske virkning er imidlertid ikke avgjørende. Spørsmålet er hvilke virkninger det var en rimelig mulighet for at avtalen kunne ha for kursen på Hydro-aksjene, og ut fra avtalens karakter finner børsklagenemnden at avtalen kunne ha en ikke uvesentlig betydning for kursene."*

*Selskapets anførsler vedrørende faktorer som har påvirket kursen på selskapet aksjer den 27. januar 1999 kan imidlertid ha betydning ved bedømmelsen av den faktiske kurseffekten overtredelsen har hatt og alvorlighetsgraden av overtredelsen. I dette tilfellet var det en faktisk bevegelse i kursen på selskapets aksjer på 9% fra sluttkurs dagen før, til sluttkurs den 27. januar 1999. Det er ikke mulig å isolere kurseffekten av opplysningene om kostnadsbesparelsene, men mange forhold trekker i retning av at opplysningene kan ha medvirket til kursoppgangen. Deler av kursutviklingen kan mulig knytte seg til utlendingers aktivitet i aksjen, men det synes lite sannsynlig at dette kan forklare hele økningen.*

*Identifiserte årlige besparelser beløper seg til NOK 170 millioner, hvorav selskapet har ambisjoner om å oppnå besparelse på minst NOK 150 millioner. En årlige besparelse på NOK 150 millioner før skatt utgjør 2,2% av Schibsteds markedsverdi per 26. januar 1999 og så mye som 90,1% av Schibsteds beskattede årsresultat for 1998 og 30,7% av Schibsteds beskattede årsresultat for 1997. Med utgangspunkt i besparelse på NOK 120 millioner (korrigert for allerede varslet innsparing i forbindelse med førtidspensjonering), utgjør tallene henholdsvis 1,7% av markedsverdi og 72% av beskattet årsresultat for 1998. Selskapet anfører i sitt brev av 9. august 1999 at det må være feil å sammenligne ubeskattede tall for kostnadsbesparelser med beskattet årsresultat. I denne sammenheng er sammenligningen kun gjort for å illustrere relative størrelser. En årlig besparelse på NOK 120 millioner vil også*

utgjøre et betydelig beløp over tid, og kan vanskelig sammenlignes med årsresultat for ett år isolert for å illustrere den fullstendige effekten. Kostnadene knyttet til besparelsene vil bli belastet over de første par årene. Over tid vil de planlagte besparelser utgjøre betydelige beløp. Med et avkastningskrav på 10% vil en årlig besparelse på 120 millioner utgjøre NOK 1 200 millioner.

Selskapet anfører i sitt brev av 9. august 1999 at det ved vurdering av størrelsen på årlige innsparinger i forhold til årsresultat må korrigeres for poster av engangskarakter. Selskapet trekker ut NOK 233 millioner som engangsposter, og kommer da frem til at besparelsen på NOK 120 millioner utgjør ca 20% av årsresultat.

I børsklagenemndens sak 4/1990 – Akersaken, fant børsklagenemnden at et regnskapsmessig tap på ca 3 % av børsverdien, som tilsvarte ca 50 % av foregående års overskudd, var av en slik betydning at det forelå informasjonsplikt for Aker a.s., jf. børsklagenemndens sak 4/1990 side 15 og børsstyrets påklagede vedtak i samme sak (24. oktober 1990) side 4. Saken gjaldt et memorandum om salg av 81 pst av aksjene i Aker Entreprenør a.s fra Aker a.s. til en kjøpergruppe bestående av A/S Veidekke og investorer som samarbeidet med Veidekke. Memorandumet ble ansett som informasjonspliktig selv om det inneholdt enkelte forbehold, og den endelige avtale ble noe annerledes.

Selv om den relative økonomiske betydning i ulike informasjonspliktsaker ikke alltid kan sammenlignes direkte, blant annet fordi det alltid vil variere hvor stor usikkerhet det er knyttet til opplysningene, vil selvfølgelig børsklagenemndens vurderinger være relevante for senere saker. Det som er spesielt i denne saken er at det dreier seg om innsparinger i motsetning til kostnader. Innsparingene gjelder i den foreliggende saken årlige beløp, i motsetning til engangskostnader som var tilfeller i Aker-saken. En slik besparelse vil ha vesentlig større betydning for selskapet og kursen på dens aksjer enn et engangsbeløp.

Selskaper prises i stor grad ut i fra forventninger om fremtidig inntjening og økonomi. Usikkerhet rundt selskapets fremtidige inntjening vil gi noe "rabatt" i prisen på aksjen. I denne forbindelse vil den handlekraft selskapets ledelse og styre viser være av betydning. Slik handlekraft vil være med på å minske usikkerheten rundt selskapet og dermed også rabatten i aksjen.

Oslo Børs legger etter dette til grunn at opplysningene om kostnadsbesparelsene måtte antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på Schibsteds aksjer. Opplysningene var således informasjonspliktig etter børsforskriften § 5-2 første ledd.

Et neste spørsmål er når informasjonsplikten inntraff. Informasjonsplikten inntrer "uoppfordret og umiddelbart", jf. børsforskriften § 5-2 første ledd. I følge opplysninger fra selskapet har det vært en prosess i Aftenposten, hvor arbeid med å identifisere tiltak for å redusere kostnadsnivået har pågått en stund. En slik prosess vil i seg selv ikke utløse informasjonsplikt. Investorene må kunne forvente at selskapene løpende jobber med å identifisere tiltak for forbedringer. I Aftenposten sitt tilfelle hadde prosessen i løpet av 26. januar 1999 kommet til et punkt hvor de identifiserte kostnadsbesparelsene var tallfestet, og den endelige sum med underliggende forutsetninger var behandlet i ledergruppen. Samme kveld/natt ble informasjonsmaterieell gjort ferdig for en presentasjon til ansatte og markedet. Det antas at selskapet på dette tidspunktet var kommet til at informasjonsplikten var inntruffet, og at markedet derfor måtte informeres.



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

*Schibsted har anført at informasjonsplikten har vært oppfylt da selskapet i forbindelse med andre og tredjekvartalsrapportene har "opplyst både skriftlig og muntlig at Aftenposten arbeidet med tiltak for å redusere kostnadsnivået i bedriften." Børsen vil for ordens skyld bemerke at muntlige opplysninger til markedet vanskelig vil kunne tilfredsstille informasjonsplikten, jfr børsforskriften §23-2, 1 ledd.*

*Tidligere opplysninger om besparelser i Aftenposten i andre- og tredjekvartalsrapportene har vært av mer generell art og har ikke vært tallfestet. Selskapet kan derfor vanskelig hevde at markedet var informert om besparelsene på et tidligere tidspunkt enn 27. januar 1999. Det synes også som om det først var på dette tidspunktet at planene var så konkrete og gjennomarbeidet at informasjonsplikten kan sies å ha inntruffet, jfr ovenfor. Det er angitt i selskapets redegjørelse av 5. februar 1999 at den endelige sum med underliggende forutsetninger forelå til arbeidsmøte i ledergruppen tirsdag 26. januar 1999. På dette tidspunktet ble det presentert kostnadsbesparende tiltak bestående av mellom 90 og 100 konkrete enkeltprosjekter som totalt summerer seg opp til NOK 172 mill. Besparelsene knytter seg i hovedsak til planlagte endringer i arbeidsmåter, blant annet i form av endring av arbeidsrutiner som følge av ny teknologi, redusert dobbeltarbeid, justering av servicenivå innen enkeltområder og sentralisering og sammenslåing av arbeidsoppgaver. Omkring halvparten av potensialet på 172 mill. er knyttet til bemanningsreduksjoner.*

*I redegjørelsen av 5. februar 1999 skriver selskapet følgende:*

*"I henhold til hovedavtalens bestemmelser ble de ansattes tillitsvalgte informert under løfte om konfidensialitet. Dette skjedde kl. 08.30 onsdag 27. januar. Bedriftens mellomledere fikk deretter den samme informasjon under løfte om konfidensialitet, og umiddelbart etter dette ble bedriftens ansatte informert i seksjonsvise allmøter mellom kl. 13.30 og 15.00-15.30."*

*Dette medfører at det var en rekke personer som satt på kurssensitiv informasjon før den ble formidlet til resten av markedet. I et tilfelle hvor så mange personer er informert om et kurssensitivt forhold, vil sannsynligheten for at informasjonen lekker ut og at noen misbruker informasjonen, kunne være stor. Når en slik situasjon med asymmetrisk informasjon har oppstått, burde informasjonen umiddelbart vært utliknet med en børsmelding, senest før markedet åpnet 27. januar 1999 kl 10.00.*

*Av hovedavtalen 1998 – 2001 mellom LO – NHO følger av § 9-4 at bedriften så tidlig som mulig skal drøfte med de tillitsvalgte omlegginger av viktighet for arbeidstakerne og deres arbeidsforhold, samt sysselsettingsspørsmål, herunder planer om utvidelser og innskrenkninger. Av fotnote 8 til denne bestemmelse fremkommer at plikten til å drøfte slike spørsmål med de tillitsvalgte likevel ikke kan strekkes så langt at den kommer i strid med andre lover og regler, for eksempel børsforskriften. Hovedavtalen gir derfor ingen mulighet for å avvike fra informasjonsplikten.*

*I tilfeller hvor informasjonsplikt har inntrådt, men hvor informasjonene inneholder forretningshemmeligheter eller særlige hensyn tilsier det, har de børsnoterte selskapene en mulighet til å informere børsstyrets leder, børsdirektøren eller børsdirektørens stedfortreder under taushetsplikt i spesielle tilfeller, børsforskriften § 23-2 tredje ledd. I slike tilfeller vil*

*børsen kunne sette selskapets aksjer til intensivert overvåkning, slik at eventuelle indikasjoner på misbruk av den aktuelle informasjonen kan avdekkes løpende, og aksjen eventuelt suspenderes. Denne adgangen ble ikke benyttet i nærværende tilfelle.*

*Etter Oslo Børs' vurdering inntrådte informasjonsplikten senest 27. januar 1999 om morgenen. Selskapet skulle på dette tidspunktet gjort markedet oppmerksom på de identifiserte kostnadsbesparelsene.*

*Oslo Børs finner at Schibsted ikke overholdt informasjonsplikten etter børsforskriften §5-2 første ledd, jfr. børsloven § 4-7 ved ikke å informere børsen så snart de identifiserte kostnadsbesparelsene var tallfestet, og den endelige sum med underliggende forutsetninger var behandlet i ledergruppen.*

## **7. 2 Sanksjonsspørsmål**

*Etter børsforskriften § 25-5 jfr. børsloven § 6-3 kan børsstyret ilegge foretak som bryter børsloven og børsforskriften et overtredelsesgebyr på inntil 10 ganger årlig kursnoteringsavgift.*

*Oslo Børs finner at overtredelsen er såvidt alvorlig at det bør reageres med overtredelsesgebyr.*

*Ved valg av reaksjon er det i skjerpene retning lagt vekt på at Schibsted har informert tillitsvalgte og ansatte i selskapet før markedet ble informert. Dette medførte en situasjon med asymmetrisk informasjon. I perioden fra handelen åpnet og frem til meldingen om de kostnadsreducerende tiltakene ble offentliggjort kl 14.49, steg kursen på selskapets aksjer med 5%. Det kan derfor virke som om opplysningene kan ha hatt en betydelig kurspåvirkende effekt allerede før de var kjent for hele markedet. I den grad selskapet ønsket å informere de tillitsvalgte før melding ble sendt til markedet, kunne dette vært gjort ved at informasjonsmøter ble avholdt før kl. 10.00 den 27. januar 1999. Det ville også vært fullt mulig for selskapet å legge opp til en prosedyre hvor øvrige ansatte og markedet fikk informasjonen samtidig.*

*I de tilfeller hvor informasjonsplikt har inntrådt eller hvor noen innehar kurssensitiv informasjon, må utstederene ha en skjerpet fokus på informasjonshåndtering og mulige lekkasjer i forkant av at en melding offentliggjøres. Dette er et generelt problem. Indikasjoner på at informasjon kan ha lekket i forkant av at meldinger offentliggjøres, er med på å svekke tilliten til det norske verdipapirmarkedet.*

*I formildende retning er det lagt vekt på at markedet til en viss grad var informert om at informasjonen ville komme. Kostnadsbesparelsene var kommentert i generelle ordlag i 2. og 3. kvartalsrapportene for 1998. Det er også sett noe hen til at forholdet, som følge av ressursituasjonen på Oslo Børs, ligger noe tilbake i tid.*

*Oslo Børs har ikke funnet andre lignende saker hvor årlige kostnadsbesparelser har vært tema. I Aker-saken referert ovenfor, ble både Aker og Veidekke ilagt overtredelsesgebyr på tre ganger kursnoteringsavgift hver.*

*Ut fra en helhetsvurdering finner Oslo Børs at overtredelsesgebyret bør settes til 3 ganger kursnoteringsavgiften, hvilket til sammen utgjør kr. 1 197 000.*

## **8. Vedtak**

*Børsstyret fattet følgende vedtak:*

*”Børsstyret vedtok å ilegge Schibsted ASA overtredelsesgebyr tilsvarende 3 - tre - ganger kursnoteringsavgiften, jf. børsloven § 6-3, jf. børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften § 5-2 første ledd.”*

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

**Utlevering av omsetningsdata fra børsnoterte selskap (brev av 19.11.99)**

.....

*Oslo Børs legger til grunn at Statistisk Sentralbyrå med hjemmel i statistikkloven kan innhente omsetningsdata av kurssensitiv art fra utstedere med børsnoterte finansielle instrumenter til bruk for utarbeidelse av offisiell statistikk. På bakgrunn av at de aktuelle dataene kun fremgår på "aggregert nivå" og opplysningene ikke vil være identifiserbare relatert til den enkelte utsteder, vil ikke de taushetspliktbestemmelser som er relevante, jf børsforskriften § 5-1 første ledd og verdipapirhandelloven § 2-2, komme til anvendelse. Vi legger til grunn at Statistisk Sentralbyrå og annen offentlig myndighet som innhenter opplysninger i kraft av lovhjemmel, vil være å anse som "vedkommende" i en slik sammenheng.*

*Vi har notert oss at de aktuelle medarbeiderne gjøres oppmerksom på sensitiviteten i slike opplysninger. Vi nevner for oversiktens skyld at det materielle forbudet mot misbruk av presise og fortrolige opplysninger i verdipapirhandelloven § 2-1 etter forholdene vil kunne være relevant. Statistisk Sentralbyrå får selv vurdere om medarbeidere som regelmessig håndterer kurssensitive opplysninger bør undergis et generelt handleforbud utover de restriksjoner som følger av verdipapirhandelloven.*

.....

## **6. Frivillig tilbud og tilbudsplikt**

***Pliktig tilbud –spørsmål om betydningen av tegningsretter for tilbudsprisen (faks av 18.2.99)***

.....

*Det er opplyst at X vil fremsette et frivillig tilbud i henhold til verdipapirhandelloven kap 4 overfor aksjonærene i Y med oppgjør i aksjer utstedt av X. Etter gjennomføringen av det frivillige tilbudet vil det bli gjennomført en fortrinnsrettsemisjon som også vil omfatte akseptantene i det frivillige tilbudet. Tegningskursen i fortrinnsrettsemisjonen vil skje med en rabatt i forhold til markedskurs, slik at tegningsrettene vil ha en verdi for aksjonærene, herunder akseptantene i det frivillige tilbudet.*

*Et spørsmål er om tilbudsprisen i et etterfølgende pliktig tilbud påvirkes av verdien av tegningsrettene.*

*Ved fastsettelse av tilbudspris i pliktig tilbud iht verdipapirhandelloven § 4-10 er det i praksis tatt utgangspunkt i verdien av vederlagsaksjen på det tidspunkt det frivillige tilbudet blir bindende for tilbyder. I praksis finnes eksempler for likvide vederlagsaksjer hvor markedsverdien dagen før tilbudet blir bindende er lagt til grunn. Verdien av en senere utstedt tegningsrett skal ikke legges til fordi den i seg selv ikke kan anses som "vederlag" for aksjen, jf § 4-10 fjerde ledd. Det vises til at tegningsretten ikke gis særskilt til de som aksepterer tilbudet, og at vederlagsaksjens verdi vil reduseres ved utstedelse av tegningsretten.*

*På tidspunktet for gjennomføring av det pliktige tilbudet vil tegningsrettene være utskilt, og verdien av vederlagsaksjen reduseres tilsvarende. Etter børsens oppfatning vil kravet i verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd være oppfylt ved at det pliktige tilbudet med oppgjør i penger er minst like høyt som verdien av vederlagsaksjene på tidspunktet for gjennomføring av det frivillige tilbudet. Det vil altså ikke være krav om at det alternative oppjøret i aksjer tilfredsstillende kravene i § 4-10 fjerde ledd.*

*For ordens skyld forutsettes at tilbyder i perioden ikke har betalt høyere vederlag i perioden, herunder at de vederlagsaksjene som tilbys som alternativt oppgjør i det pliktige tilbudet ikke har en høyere verdi enn det høyeste betalte vederlaget. Tidspunktet for verdsettelsen av vederlagsaksjer tilbudt som alternativt oppgjør vil være det tidspunkt tilbudet fremsettes, jf NOU 1996:2 side 123.*

*Beskrivelsen av vederlagsaksjene i tilbudsdokumentet for det pliktige tilbudet, jf vphl § 4-13 nr 5 vil - som forutsatt i Deres henvendelse - måtte omfatte beskrivelse av fortrinnsrettsemisjonen.*

.....

#### ***Tilbudsplikt ved konserninterne overføringer (brev av 3.5.99)***

.....

*Spørsmålet som reises er i hovedtrekk om tilbudsplikt utløses dersom X overdrar sine 67 % aksjer i X til et selskap aksjonæren eier 100 %. Oslo Børs er ikke kjent med om dette heleiet datterselskap også vil drive annen virksomhet utover å eie aksjene i X.*

*X og dets heleide datterselskap vil være en konsolidert gruppe etter verdipapirhandelloven § 4-5 jf § 1-5 nr 3.*

*Etter ordlyden og hovedregelen i verdipapirhandelloven § 4-1, omfattes ethvert erverv av aksjer som medfører at erververen blir eier av mer enn 40 % av aksjene i det børsnoterte foretaket. Av verdipapirhandelloven § 4-2 annet ledd fremgår det at denne hovedregel også gjelder ved interne overdragelser innenfor konsolidert gruppe.*

*Gjennom praksis er det imidlertid innfortolket enkelte innskrenkninger i ordlyden, blant annet overdragelser til aksjonærens heleide selskap. Dette unntaket er forutsatt i premissene for børsstyrets vedtak 8. august 1995 vedrørende tilbudsplikt for Y og Z indirekte aksjeeie i det børsnoterte selskapet Æ. Det vises videre til omtale i NOU 1996:2 s. 116 der det blant annet heter:*

*"Dersom ikke indirekte erverv omfattes av tilbudsplikten, vil avhender kunne overføre aksjene til et heleiet datterselskap – endog opprettet for formålet – og deretter selge aksjene i datterselskapet uten at dette medfører tilbudsplikt for erververen. Et alternativ i en slik situasjon kunne selvfølgelig være å pålegge tilbudsplikt ved overføring fra avhender til datterselskapet. Etter utvalgets syn er det imidlertid lite naturlig å anse en slik overføring som skifte av kontroll, i det det reelt sett bare fremstår som en annen organisering av eieren av de børsnoterte aksjene."*

*I den aktuelle saken ble det lagt vesentlig vekt på at datterselskapet ikke hadde annen vesentlig virksomhet enn å eie de børsnoterte aksjene, noe som også er kommet til uttrykk i ny verdipapirhandellov § 4-1 annet ledd. Oslo Børs antar imidlertid under noe tvil at tilbudsplikt som hovedregel heller ikke vil utløses ved overdragelse fra aksjonæren til dennes heleide selskap der den vesentligste virksomheten er en annen enn de børsnoterte aksjene. Det er da lagt vekt på at det ikke foregår noe kontrollskifte, at slike overføringer vanligvis ikke vil utgjøre noen stor omgåelsesmulighet og til hensynet til at eieren skal kunne organisere sin virksomhet på en hensiktsmessig måte. Det tas imidlertid forbehold om at konklusjonen kan bli en annen hvor overføringen fremstår som del av et arrangement for omgåelse av tilbudsplikt i forbindelse med et reelt kontrollskifte.*

*Det understrekes at denne vurderingen bygger på at datterselskapet eies av X med 100 % og at det ikke er vurdert om konklusjonen kan bli en annen ved overføringer til datterselskap som ikke er heleiet samtidig som dets vesentligste virksomhet ikke er de børsnoterte aksjene.*

*Det understrekes at konklusjonen ovenfor bygger på noe tvil ettersom det ikke er regulert direkte i lov eller behandlet uttrykkelig i forarbeidene. Spørsmålet om det foreligger tilbudsplikt tilligger børsstyret å avgjøre. Det spørsmål som har vært behandlet her er ikke forelagt børsstyret men utgjør administrasjonens syn.*

.....

***Betydningen av stemmerettsbegrensninger fastsatt i vedtektene for om tilbudsplikt foreligger (brev av 27.10.99)***

.....

*I nevnte brev ber De om Oslo Børs' vurdering av hvorvidt stemmerettsbegrensninger i X's vedtekter skal ha betydning ved vurdering av om det foreligger tilbudsplikt i henhold til verdipapirhandelloven kap. 4. Det fremgår av vedtektene til X at aksjene i selskapet er gjenstand for en gradert stemmerett hvor ingen aksjonær kan utøve stemmerett for mer enn 30 stemmer.*

*Stemmerettsbegrensninger er i gjeldende verdipapirhandellovs forarbeider behandlet i NOU 1996:2 side 108 og 109. Lovutvalget uttaler på side 109 følgende om stemmerettsbegrensninger:*

*"Utvalget anser det svært vanskelig å knytte grensen for tilbudsplikt til den reelle stemmevekt som til enhver tid vil bli utøvet i et selskap. Det eneste faste kriterium tilbudsplikten praktisk sett kan knyttes til, er det antall aksjer det er knyttet stemmerett til. Å hensynta i hvilken grad den enkelte aksjonær rent faktisk vil utnytte den stemmeretten som er knyttet til aksjene, kan vanskelig skje i loven. Utvalget anser det*

*heller ikke praktisk hensiktsmessig å legge opp til et system der den faktiske adgang til å utnytte stemmeretten vurderes konkret i forhold til tilbudsplikten i det enkelte tilfellet. ....*

*..... Loven må ha et fast kriterium, ikke minst av hensyn til minoritetsaksjonærenes mulighet til å forutberegne sin rettsstilling. Det vises for øvrig til at selv om stemmeretten er begrenset, vil en aksjonær med mer enn 33 pst. av aksjene normalt ha reell innflytelse gjennom negativ kontroll mht. til alle vedtektsendringer o.l., hvor man også har innflytelse utfra den kapital som er representert på generalforsamlingen.*

*Utvalget foreslår etter dette ikke endringer i gjeldende regler som knytter tilbudsplikten til stemmene i selskapet. Det vil si at tilbudsplikt utløses uavhengig av om det gjelder generelle stemmerettsbegrensninger i selskapet."*

*På bakgrunn av de uttalelser som fremgår av forarbeidene synes det klart at eventuelle stemmerettsbegrensninger i X ikke skal hensyntas ved vurderingene av om det foreligger tilbudsplikt for én aksjonær. En aksjonær som eier mer enn 40 % av aksjene i X (forutsatt at X kun har én aksjeklasse hvor alle aksjene i utgangspunktet har stemmerett), vil således ha tilbudsplikt i henhold til verdipapirhandelloven kap 4.*

.....

***Forholdet mellom tvangsinnløsning etter asal § 4-25 og tilbudsplikt etter vphl § 4-1 (brev av 8.4.99)***

.....

*I brevet anmodes om børsens vurdering av om tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer etter allmennaksjeloven § 4-25 kan gjennomføres uten fremsettelse av pliktig tilbud etter verdipapirhandelloven § 4-1. Som alternativ forespørres om det finnes mulighet til å kombinere det pliktige tilbud med tilbud om innløsningssum etter allmennaksjeloven § 4-25 tredje ledd.*

*Bakgrunnen for problemstillingen er at X gjennom et frivillig tilbud er blitt eier av 97,87 % av aksjene i børsnoterte Y.*

*Det er opplyst at X ønsker å fremsette tilbud om innløsningspris etter allmennaksjeloven § 4-25 tredje ledd som ville fylle kravene til tilbudspris i et pliktig tilbud, jfr verdipapirhandelloven § 4-10 tredje ledd. Samtidig tilbys aksjonærene garanti for oppgjør som reelt sett er likeverdig med slik garanti som må stilles ved pliktig tilbud etter verdipapirhandelloven § 4-10 syvende ledd.*

*Etter Oslo Børs' vurdering er det ikke anledning til å gjennomføre tvangsinnløsning i henhold til allmennaksjeloven § 4-25 før pliktig tilbud etter verdipapirhandelloven § 4-1 er gjennomført. Denne forståelse er fulgt opp gjennom praksis siden 1993 da problemstillingen ble særskilt utredet.*

*Bakgrunnen for dette syn er at tilbudspliktreglene gir minoritetsaksjonærene et bedre vern enn reglene om tvangsinnløsning. Børsens forståelse støttes også av forarbeidene til verdipapirhandelloven av 1997 som særlig peker på verdipapirhandellovens krav til minste*

tilbudspris, og krav om garanti for oppgjøret, se NOU 1996:2 side 128. Med allmennaksjeloven av 1997 er det riktignok blitt krav om sikkerhetsstillelse også etter disse reglene, jfr § 4-25 femte ledd. At denne sikkerheten ivaretar minoritetsaksjonærenes behov i samme utstrekning som tilbudspliktreglene forutsetter at tilbud om løsningssum er tilstrekkelig høy, noe allmennaksjeloven ikke har spesifikke krav til. Verdipapirhandelens regler om tilbudsplikt inneholder også andre elementer til beskyttelse av minoritetsaksjonærer for eksempel krav til oppgjørfrist og at tilbudet er underlagt forhåndsgodkjennelse av en tredjepart (børsen).

Oslo Børs er enig i at disse hensyn har begrenset betydning for minoritetsaksjonærene hvor det som i det tilbudet om løsningssum X ønsker å fremsette, gis en løsningssum med sikkerhetsstillelse og oppgjør som er like god for minoritetsaksjonærene som den ville vært under et pliktig tilbud. Tilbudspliktreglene er imidlertid etter sin karakter standardiserte og ufravikelige på en slik måte at foreligger det først tilbudsplikt, kommer hele regelsettet til anvendelse. Tilbyder kan altså ikke velge å oppfylle noen av kravene og unngå de øvrige.

Selskapsrettslig kan aksjeeiere som forsømmer sin tilbudsplikt i følge verdipapirhandelens § 4-19 "ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til utbytte og til fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse, uten samtykke fra et flertall av de øvrige aksjeeierne". Begrepet "rettigheter i selskapet" er antatt også å omfatte retten til tvangsinnløsning etter allmennaksjeloven § 4-25. En aksjonær kan derfor ikke unngå plikten til å fremsette tilbud etter verdipapirhandelens § 4-1 ved å tvangsinnløse minoritetsaksjonærene, jfr Andenæs, Aksjeselskaper og Allmennaksjeselskaper, Oslo 1998 side 192. Oslo Børs har i praksis også ansett en tilbudsperiode som avbrytes ved tvangsinnløsning som forsømmelse av tilbudsplikten etter tilsvarende bestemmelse etter verdipapirhandelens av 1985 (§ 5C).

Etter Oslo Børs' oppfatning og praksis er det som nevnt ikke anledning til å gjennomføre tvangsinnløsning etter reglene i allmennaksjeloven § 4-25 før pliktig tilbud etter verdipapirhandelens kap. 4 er gjennomført.

Børsens forståelse synes også å være i samsvar med beskrivelsen av de juridiske forhold i tilbudsdokumentet for X's frivillige tilbud på aksjene i Y datert 8. februar 1999 side 31.

.....

#### **Tidspunkt for beregning av tilbudsprisen – vederlagsaksjer - pliktig tilbud (brev av 25.5.99)**

Dersom Y som følge av det frivillige tilbudet erverver mer enn 40 % av aksjene i X, legges til grunn at det utløses tilbudsplikt etter verdipapirhandelens § 4-1. Det oppstår i dette tilfellet spørsmål om hvordan tilbudsprisen skal beregnes etter verdipapirhandelens § 4-10. Det angis i den angjeldende bestemmelsen at tilbudsprisen minimum skal fastsettes til "det høyeste vederlag som tilbyderer har betalt eller avtalen i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte".

Etter foreliggende praksis (Transocean, Amersham/Nycomed, Wenaas/Kansas og Axis/Shield) fastsettes tilbudsprisen på bakgrunn av en representativ kurs for "vederlagsaksjene" på det tidspunkt eventuelle forbehold knyttet til det frivillige tilbudet "løftes". Det har i praksis vært tatt utgangspunkt i kursen dagen eller dagene før slike forbehold "løftes" (...) Å utsette inntreden av tilbudsplikten til et senere oppgjørstidspunkt, kan synes noe kunstig i en slik sammenheng. På denne bakgrunn vil et tilbud som utformes i tråd med ovennevnte

praksis være uproblematisk. Dersom et senere tidspunkt – tidspunktet for kontering til mottagerens investorkonto i VPS – legges til grunn, vil dette måtte begrunnes ytterligere. En slik løsning synes på bakgrunn av de foreliggende argumenter usikker.

I tillegg synes en slik løsning usikker på bakgrunn av at det neppe finnes noen investorkonto i VPS for samtlige aksjonærer i X. Dersom man ønsker å gå videre med den aktuelle løsningen, bes det angitt nærmere hvordan forholdet omkring nominee konti og fastsettelse av skjæringspunktet for "oppgjør" er tenkt håndtert i forhold til nominee konti, herunder forholdet til eiere av eventuelle rettighetsbevis i form av "ADR" eller andre typer rettighetsregistrering av aksjene.

.....

#### **Adgang til å sette vilkår for pliktig tilbud (brev av 2.6.99)**

.....

Innledningsvis finner Oslo Børs grunn til å presisere et forhold som vil kunne ha betydning for det aktuelle spørsmålet. Dette dreier seg om skjæringspunktet for når tilbudsplikt utløses.

Oslo Børs viser til at tilbudsplikt i utgangspunktet utløses på det tidspunkt en tilbyder gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 % av stemmene i selskapet, jf verdipapirhandelloven § 4-1. Det avgjørende for utløsning av tilbudsplikt vil derfor være det tidspunkt eierbeføyelsen går over. I et betinget frivillig tilbud vil dette finne sted på det tidspunkt samtlige betingelser er oppfylt eller frafalt av tilbyder. Det vises til NOU 1996:2 pkt 9.3.12.1 (side 120).

Oslo Børs viser til at et pliktig tilbud ikke kan inneholde forbehold eller betingelser av noen art, jf verdipapirhandelloven § 4-10 tredje ledd. Dette gjelder også eventuelle konsesjonskrav som medfører at konsesjon i prinsippet skal foreligge før et erverv skjer, jf NOU 1996:2 s 120 og Ot prp nr 29 (1996-97) s 75.

Som det fremgår av forarbeidene, er det lagt til grunn at det må være opp til hver enkelt tilbyder å strukturere sitt oppkjøp på en slik måte at krav om konsesjon ikke skaper problemer (NOU s 120).

Det vises i denne sammenheng til hvordan forholdet knyttet til konsesjonsplikt har vært håndtert i forbindelse med oppkjøp av finansieringsinstitusjoner. Det er vanskelig å se at det prinsipielt foreligger vesentlige forskjeller i det konsesjonspliktregimet som oppstilles etter finansieringsvirksomhetsloven § 2 a –3, og petroleumsvirksomhetsloven § 10-12. I praksis kan det være enkelte forskjeller ved at finansieringsinstitusjoner bare anledning til å inneha inntil 10 % av aksjene og at det deretter i utgangspunktet vil være et krav om 90 % eie. Vi kan imidlertid vanskelig se at disse forskjellene på noen måte kan bevirke at det i et tilfelle som det foreliggende skulle være anledning til å sette konsesjonsforbehold i forbindelse med et eventuelt etterfølgende pliktig tilbud.

.....



**Likebehandling – avtale med aksjonær omfattett av tilbudet etter at dette er annonsert (brev av 9.6.99)**

.....

Som nevnt vil Oslo Børs anse et tilbud fremsatt av Y som bygger på en 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 verdipapirhandeloven § 4-10 siste ledd, jf § 4-18. Et slikt tilbud vil derfor ikke kunne godkjennes av børsen.

Vi finner ikke grunn til her å gå nærmere inn på begrunnelsen, men nevner i denne sammenheng kort at vi ikke deler den oppfatningen som fremkommer i ovennevnte brev om at det "kan foretas" en konsolidering etter at tilbudet er annonsert med den virkning at forholdet mellom partene "er tilbudspliktreglene uvedkommende". Vi kan heller ikke akseptere at den forskjellsbehandlingen det etter avtalen er lagt opp til mht oppgjørsmåte er uvesentlig. Hvorvidt de to oppgjørsmåtene innebærer noen ulik økonomisk realitet, har vi ikke tatt stilling til.

Børsen har skissert to alternative fremgangsmåter som i utgangspunktet vil kunne aksepteres:

1. Y fremmer tilbud alene (avtalen mellom Y og Z kanselleres).
2. Y og Z fremmer et felles tilbud hvor Z fullt ut er medansvarlig for tilbudet og undertegner tilbudet. Z vil i denne forbindelse heller ikke overfor de øvrige aksjonærene kunne fraskrive seg et ansvar i et eventuelt senere pliktig tilbud.

.....

**Fastsettelse av kontantvederlag med bakgrunn i siste omsetningskurs (faks av 10.6.99)**

Oslo Børs forstår det slik etter våre telefonsamtaler i går kveld at størrelsen på kontantvederlaget i budet på X skal fastsettes som forskjellen mellom NOK 135 og siste omsetningskurs på siste dag i tilbudsperioden (man baserer seg derved ikke på en volumveiet snittkurs som var teksten i utkast til tilbudsdokument). Vi tar forbehold om at vi ikke har sett den endelige versjonen.

En slik fastsettelse av kontantvederlaget kan åpne for manipulasjon, slik som vi anga pr telefon ved vår siste tilbakemelding i går kveld. Flere bransjeaktører har allerede vært i kontakt med Oslo Børs, herunder (...) vedrørende de uheldige konsekvensene en slik justering kan gi.

Størrelsen på kontantvederlaget vil ikke bare kunne få konsekvenser for de involverte aksjonærene, men også for derivatmarkedet. Oslo Børs vil måtte foreta sine kontraktsjusteringer for standardiserte derivater på bakgrunn av dette. Det vil kunne være uheldig at disse justeringene er basert på et kursgrunnlag som ikke er representativt. Derivatmarkedet indikerer også noe om faren for kursmanipulasjon eller store kursutslag. Den åpne balansen i derivater med X som underliggende instrument var den 10. juni på knappe 4 millioner aksjer. Da market makere står for 40-50% av handelen er det sannsynlig at store deler av disse posisjonene er spredt på få aktører.

*Oslo Børs vil på denne bakgrunn anmode om at det aktuelle kontantvederlag blir fastsatt på bakgrunn av volumveid snittkurs. Dersom volumveiet snittkurs blir valgt, vil Oslo være i stand til å formidle hva som vil være den volumveiede snittkursen umiddelbart og senest klokken 1615 etter at markedet stenger siste dag i akseptfristen.*

.....

#### ***Norsk Hydro aksjer – kjøp av aksjer i tilbudsperioden (brev av 15.6.99)***

*Oslo Børs viser til vedlagte melding hvor det fremgår at Staten vil kjøpe seg opp i Norsk Hydro ASA (Norsk Hydro) i forbindelse med Norsk Hydro og Den norske stats oljeselskaps (Statoil) felles tilbud fremsatt mot aksjonærene i Saga Petroleum ASA, med oppgjør dels i Norsk Hydro aksjer. Statens kjøp er ment å kompensere for "utvanningseffekten" som er et resultat av oppjøret i forbindelse med tilbudet.*

*Meldingen synes å ha gitt umiddelbar effekt på kursen på Norsk Hydro aksjene da den ble offentliggjort. Det viser til et vedlagt oppsett som viser dette. Tilbudsprisen i forbindelse med det ovennevnte felles tilbudet fastsettes basert på et volumveiet gjennomsnitt av kursen på Norsk Hydros aksjer på Oslo Børs de siste tre dager av tilbudsperioden (16. –18. juni 1999). Kjøp foretatt av Staten, som helt kontrollerer Statoil og som er største aksjonær i Norsk Hydro, vil i en slik situasjon kunne påvirke kursen på Norsk Hydros aksjer på en måte som det kan reises spørsmål ved om er i tråd med verdipapirhandelloven §§ 2-5 og § 2-6.*

*På denne bakgrunn legger vi til grunn at Staten i den nevnte perioden ikke foretar kjøp av aksjer i Norsk Hydro. Vi anmoder samtidig om at departementet på hensiktsmessig måte opplyser markedet om dette i løpet av dagen.*

.....

#### ***Fastsettelse av tilbudspris (børsmelding av 16.6.99)***

.....

#### ***OSLO BØRS – Til medlemmene – re. tilb. på SAG***

*Børsmedlemmene er kjent med at tilbudsprisen i Norsk Hydro/Statoilbudet fastsettes på bakgrunn av et volumveiet gjennomsnitt av aksjekursen på Norsk Hydro de siste tre dagene av tilbudsperioden. Den modellen som er valgt for oppgjør kan åpne for at kursen på Norsk Hydro søkes påvirket for arbitrerings-formål. Oslo Børs vil på denne bakgrunn i de aktuelle dager ha et særlig fokus på forhold knyttet til forsøk på ulovlig påvirkning av kursen. Det vises i denne sammenheng særlig til reglene om god forretningsskikk og kursmanipulering i verdipapirhandelloven §§ 2-5 og 2-6, samt til børsforskriftens § 22-1 om god børsskikk. I den sammenheng vil Oslo Børs også følge tett alle transaksjoner, herunder short- og derivattransaksjoner med de aktuelle aksjer som underliggende.*

*Verdipapirhandelloven § 8-7 tillater kun short-salg i tilfeller der kunden har tilgang til de finansielle instrumenter på avtaletidspunktet. Oslo Børs er av den formening at et eventuelt og betinget senere oppgjør i Hydroaksjer mot Sagaaksjer (krav om 70 % akseptgrad) ikke tilfredsstillende dekningskravet i verdipapirhandellovens § 8-7. Det samme vil gjelde for*

opsjoner i Saga-aksjer. Det kan således være ulovlig med short-salg i den aktuelle perioden, dersom ikke tilgang sikres på annen måte.

Kredittilsynet er orientert om innholdet i denne meldingen.

**Tilbud fremsatt mot aksjonærene i Saga Petroleum ASA – offentliggjøring av tilbudet – forholdet til verdipapirhandelloven § 4-14 (brev av 29.6.99)**

.....

Oslo Børs finner det uheldig at offentliggjøring av detaljer fra et tilbudsdokument/prospekt som ennå ikke er godkjent av Oslo Børs, er tilgjengelig i markedet via internett før vår godkjenning foreligger. Det oppleves også uheldig at man fra Norsk Hydros side på vår forespørsel ikke umiddelbart kunne opplyse om hvor den aktuelle informasjonen som Oslo Børs ble konfrontert med fra enkelte markedsaktører, skrev seg fra. For tilliten til det norske verdipapirmarkedet anser vi det viktig at bestemmelser av denne art overholdes. Vi har imidlertid en viss forståelse for at det i en hektisk fase av ferdigstillingen av tilbudsdokumentet/prospektet kunne skje en glipp, men på den annen side må vi kunne legge til grunn at selskapene legger opp rutiner som unngår at denne type brudd på verdipapirhandelloven ikke skjer.

Brudd på verdipapirhandelloven § 4-14 er ikke straffesanksjonert etter verdipapirhandelloven. Det kan være uklart om forholdet bør sanksjoneres som et brudd på generalklausulen om god børsskikk i børsforskriften § 22-1 fordi det vil kunne være tilfeldig om tilbyderselskapet er et selskap notert på Oslo Børs. Oslo Børs har etter en helhetsvurdering funnet grunn til å avslutte saken med kritikk fra vår side for utilstrekkelige rutiner til å unngå offentliggjøring av tilbudsdokumentet før en godkjenning fra Oslo Børs forelå.

Oslo Børs er i henhold til verdipapirhandelloven § 12-1 pålagt å meddele Kredittilsynet at det er handlet i strid med bestemmelser i verdipapirhandelloven, hvorfor kopi av dette brevet sendes Kredittilsynet til orientering.

Oslo Børs finner det riktig at vår kritikk gjøres offentlig kjent.

.....

**Nedkvittring av garanti ved pliktig tilbud**

.....

Det bes opplyst i garantien/tilbudsdokumentet dersom man planlegger å søke om reduksjon av garantibeløpet etter forskriften § 4.

Vi ber om at følgende angis i forbindelse med en anmodning om nedkvittring av garantien for aksjer som ikke er akseptert solgt under tilbudet:

- Antall aksepter mottatt
- Beløp garantien bes nedskrevet for, beregnet iht praksis, jf nedenfor
- En oppstilling som viser

- totalsum aksepterte aksjer
- morarenter for 4 uker beregnet på totalsum
- utestående på garantien etter nedskrivningen
- Angivelse av aksepter eller forsøk på aksepter som er avvist eller omtvistet på annen måte

*Som dokumentasjon for erklæring om nedkvikting har Oslo Børs lagt til grunn at det må være avgitt en erklæring fra børsmedlem eller annen institusjon, som børsen har tillit til kan organisere oppgjøret på en forsvarlig måte. Erklæringen må være signert av en person som har tilstrekkelig fullmakt til å forplikte foretaket. I tillegg bes det om kopi av skjermbildeutskrift fra Verdipapirsentralen som viser status over antall aksjer akseptert per den datoen som nedskrivning skal være effektiv for.*

*Anmodning om nedkvikting for den del av garantien som omfatter aksjer det ikke foreligger aksept for under det pliktige tilbudet kan sendes tidligst to dager etter akseptperiodens utløp. Kvittering vil normalt gjøres for det antall det ikke foreligger aksept for, dog slik at det gjenstår en margin for eventuelle omtvistede eller uklare aksepter med ca 10 % av de aksjene som ikke er akseptert. I tillegg vil hele det beløp som er avsatt for å dekke forsinkelsesrente gjenstå som margin.*

*Det vil etter anmodning også nedkviktes for det beløp som dokumenteres endelig betalt for aksjer kjøpt under tilbudet, jf forskrift av 15. desember 1997 § 4 annet pkt. Dokumentasjonen må godtgjøre at utbetalingen har funnet sted, og en bekreftelse fra den bank e l som forestår oppgjøret, som knytter utbetalingen til oppgjør under tilbudet.*

*Fra børsens side vil det kunne medgå inntil et par dagers saksbehandlingstid.*

*For ordens skyld, dersom det foreligger uklarheter omkring oppgjøret, er tatt forbehold i bekreftelsene, eller vi har grunn til å tro at opplysningene ikke er riktige eller unøyaktige, vil vi måtte være tilbakeholdne med å godta noen form for reduksjon/nedkvikting av ansvar under garantien, eventuelt be om ytterligere dokumentasjon.*

## **7. Likebehandling**

***Avantor ASA – selskapets erverv av egne aksjer (brev av 11.3.99)***

.....

*Oslo Børs har vurdert hvorvidt den fremgangsmåte selskapet valgte i forbindelse med erverv av egne aksjer er tilfredsstillende sett i forhold til børsforskriftens § 23-8 om likebehandling.*

*Etter en book-buildingprosess 11. januar ervervet selskapet 644.000 egne aksjer allerede ved børsens åpning den 12. januar. Markedet ble i form av børsmelding umiddelbart informert om ervervet og at selskapet 12. og 13. januar, for å ivareta likebehandling, ville erverve ytterligere egne aksjer. Den første transjen var forbeholdt selskapets største aksjonærer, mens den andre var ment å skulle rette seg mot mindre aksjonærer. Det viste seg imidlertid at den andre transjen raskt ble fylt opp, da det var unormalt store volumer til salgs 12. januar.*

*En børsmelding vil rent umiddelbart kun oppfattes av profesjonelle aktører i markedet. Mindre og små aksjonærer, som den andre transjen var ment å rette seg mot, har derved presumptivt ikke anledning til å benytte seg av et tilbud som blir fremmet som i dette tilfellet. I tillegg kommer at det var åpnet for salg i et svært begrenset "tidsvindu".*

*Oslo Børs er derfor av den oppfatning at den valgte fremgangsmåten i dette tilfellet ikke i tilstrekkelig grad ivaretok hensynet til likebehandling. Den faktiske adgangen for de mindre aksjonærene til å kunne benytte seg av tilbudet var i begrenset grad tilstede.*

*I det aktuelle tilfellet anser Oslo Børs at hensynet til likebehandling best ville ha vært ivaretatt ved å gi et generelt tilbud (tender offer) som omfattet samtlige aksjonærer og at et slikt tilbud skulle ha vært rettet til den enkelte aksjonær.*

*Oslo Børs har etter en helhetlig vurdering, herunder at forholdene omkring erverv av egne aksjer kan hevdes å være noe uklare, valgt ikke å gå videre med saken.*

*For evt. fremtidige erverv av egne aksjer gir Oslo Børs nedenfor noen synspunkter knyttet til tilbud om å kjøpe egne aksjer.*

*Det oppstilles pr. i dag ikke eksplisitte krav til hvordan et slikt tilbud skal utformes. I utgangspunktet foreligger det ikke prospektplikt etter verdipapirhandelloven kap 5 eller børsforskriften del 5. Det kan allikevel på generelt grunnlag angis hvilke opplysninger som bør fremgå av et tilbudsdokument. Dette vil typisk være:*

#### *Tilbudet og dets vilkår*

- *opplysninger om generalforsamlingens fullmakt til styret*
- *tilbudsperioden*
- *tilbudspris, oppgjørfrist og oppgjørsform*
- *begrunnelse for tilbudsprisen*
- *nærmere om hvordan tilbudet kan aksepteres*
- *tildelingskriterier*
- *eventuell adgang for selskapet til å forlenge akseptperioden*

#### *Bakgrunn og motiv*

- *den vesentligste begrunnelse for tilbudet*
- *finansielle implikasjoner av tilbudet på selskapets resultat og økonomiske stilling (uttrykt pr. aksje samt betydning for viktige nøkkeltall)*
- *opplysninger om tidligere bruk av fullmakten og beholdningen før og etter gjennomføringen av tilbudet*
- *opplysninger om forhåndsaksepter fra enkeltaksjonærer og eventuelt aksjonærer som ikke får delta*
- *opplysninger om fullmakter til å foreta emisjoner og for erverv av egne aksjer*

#### *Aksjer og eieforhold i selskapet*

- *antall aksjer i selskapet fordelt på aksjeklasse*
- *forhold omkring konvertible obligasjoner og opsjonsretter*

- i hvilken utstrekning og på hvilken måte tilbudet påvirker aksjestrukturen i selskapet
- oversikt over selskapets 20 største aksjeeiere beregnet etter både stemmerettsandel og andel av aksjekapital, samt hvordan fordelingen vil påvirkes av tilbudet
- selskapets kursutvikling i en relevant tidsperiode (f.eks. siste tre år)

#### *Skattespørsmål*

*Det bør i rimelig omfang gis opplysninger nødvendig for vurderingen av skattespørsmål som måte oppstå for dem som aksepterer tilbudet.*

*For øvrig ber vi om at selskapets eller dets rådgivere kontakter Oslo Børs dersom det igjen skulle oppstå spørsmål knyttet til gjennomføringen av et eventuelt senere erverv av egne aksjer.*

*Det må i hvert enkelt tilfelle vurderes hvorvidt vedtak om å fremme slikt tilbud er informasjonspliktig etter børsforskriften § 5-2 første ledd.*

.....

## **8. Medlemskap og medlemmers opptreden**

### **8.1 Fondspartner ASA - opphør av medlemskap** (vedtak av 23.12.99)

#### **1. Innledning**

*Ved Kredittilsynets vedtak av 15. desember 1999 ble Fondspartner ASA's (Fondspartner) tillatelse til å yte investeringstjenester etter verdipapirhandellovens § 7-1 første ledd, jf § 1-2 første ledd nr 1 og 2 tilbakekalt. På dette grunnlag vil børsmedlemskapet måtte opphøre, jfr. børsløven § 3-2.*

#### **2. Bakgrunn**

*Kredittilsynet fattet den 15. desember 1999 slikt vedtak:*

- 1. Kredittilsynet tilbakekaller med hjemmel i verdipapirhandelloven § 12-5 nr 4, Fondspartner ASA's tillatelse til å yte investeringstjenester etter verdipapirhandellovens § 7-1 første ledd, jf § 1-2 første ledd nr 1 "mottak og formidling av ordre på vegne av investorer i forbindelse med finansielle instrumenter, samt utførelse av slike ordre, og nr 2 "omsetning av finansielle instrumenter for egen regning".*
- 2. Avviklingen av investeringstjenestevirksomheten som nevnt i vedtakets pkt 1, må skje innen 23. desember 1999.12.23*

*Til grunn for vedtaket ligger en omfattende dokumentasjon på bakgrunn av Kredittilsynets stedlige tilsyn. Det fremgår av saken at Kredittilsynet har avdekket en rekke brudd på verdipapirhandellovens krav til organisering av virksomheten og på den rettslige standarden god forretningsskikk.*

*Det heter i begrunnelsen for vedtaket :*

*"Omfanget av brudd på regelverk for organisering av virksomheten og krav til god forretningsskikk er betydelig. Omfanget karakteriseres av at flere sentrale ansatte har vært involvert, og at foretakets ledelse og styre har akseptert en organisering av virksomheten og praksis som måtte gi utilbørlige resultater uten at styret i foretaket har funnet grunn til å gripe inn.*

*Saken avdekker foretakets og styrets manglende evne og vilje til å innrette seg etter sentrale regler for organisering av virksomheten og god forretningsskikk. På bakgrunn av de mange og omfattende brudd på krav til organisering av virksomheten og kravet til god forretningsskikk som foretaket er ansvarlig for under selve ytelsen av investeringstjenester, er Kredittilsynet kommet til at foretakets tillatelse må tilbakekalles."*

*Det heter videre:*

*"Overtredelsene er brudd som omtalt på verdipapirhandelloven §§ 9-1, 9-2 og 9-7. Bruddene er både alvorlige og systematiske. Bruddene på §§ 9-1 og 9-7 på den ene side og 9-2 på den annen side anses hver for seg som tilstrekkelig grunnlag for tilbakekall av konsesjonen. Kredittilsynet er derfor av den oppfatning at tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester i henhold til verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd nr 1 og 2, som forholdene relaterer seg, er en nødvendig reaksjon".*

*På bakgrunn av vedtaket la Oslo Børs til grunn at foretaket ikke lengre kunne motta og formidle ordre på vegne av investor i forbindelse med finansielle instrumenter eller utførelse av slike ordre i avviklingsperioden (frem til 23. desember 1999).*

*Oslo Børs la videre til grunn at foretaket kun ville kunne omsette finansielle instrumenter for egen regning i den grad det dreide seg om å lukke eksisterende posisjoner i forbindelse med avviklingen av driften, dog forutsatt at det ikke ville være handler i oppgjørssyklus etter 23. desember 1999.*

*På denne bakgrunn ble det fattet vedtak om at foretakets deltagelse i handelen kunne skje ved at foretaket ville opprettholde sitt innsyn i handelssystemene med "browser-status", men det ville ikke kunne legges inn ordre eller handler (rapportere handler). Handel måtte følgelig skje pr. telefon med andre børsmedlemmer og handelen måtte registreres av motparten.*

*Ovennevnte ble meddelt markedet ved pressemelding den 16. desember 1999. Korrespondansen og pressemeldinger i saken ble oversendt børsstyret den 16. desember 1999.*

*Etter hva Oslo Børs har fått opplyst fra Kredittilsynet er vedtaket ikke påklaget.*

*Ved Oslo Børs' brev av 16. desember 1999 ble foretaket varslet om at medlemsstatusen ville bli vurdert. Etter forholdene vil dette være tilstrekkelig forhåndsvarsel etter forvaltningsloven § 16. Etter forvaltningsloven § 16 3. ledd c) må det dessuten hvor et vedtak om opphør av børsmedlemskapet er foranlediget av foretakets tap av konsesjon, anses åpenbart unødvendig med nærmere varsel.*

### **3. Rettslig grunnlag**

*Børsloven § 3-2 første ledd angir:*

*"Hvis et børsmedlem ikke lenger tilfredsstillter vilkårene i verdipapirhandelloven § 7-2 opphører medlemskapet".*

*I børsforskriften § 25-6 første ledd heter det:*

*"Tilfredsstillter ikke et børsmedlem lenger vilkårene for rett til å yte investeringstjenester etter verdipapirhandelloven, skal børsstyret fatte vedtak om at børsmedlemskapet skal opphøre. Børsdirektøren kan beslutte at børsmedlemmet helt eller delvis skal utelukkes fra å benytte handelssystemet inntil børsstyret har behandlet spørsmålet. Børsdirektørens beslutning kan ikke påklages. Dersom børsdirektøren benytter sin rett etter annet punktum skal børsstyret få seg forelagt saken til behandling senest 6 børsdager etter at beslutningen er truffet.*

*Opptreter et børsmedlem i strid med lov, forskrifter, god forretningsskikk, god børsikk eller på annen måte viser seg uskikket som børsmedlem, kan børsstyret*

- 1. gi børsmedlemmet advarsel*
- 2. suspendere børsmedlemmet fra deltagelse i kursnotering i samsvar med reglene i børslovens § 3-2 (2) og (3)*
- 3. oppheve børsmedlemskapet for foretaket i samsvar med reglene i børslovens § 3-2 (2) og (3) eller trekke tilbake retten til å delta i kursnoteringen.*

*Ved vedtak etter tredje ledd nr 2 eller 3 kan børsmedlemmene straks stenges ute fra bruk av børsens handelssystem. Vedtak om advarsel eller suspensjon kan ikke påklages, unntatt vedtak om ny suspensjon.*

*Ved vedtak om å bringe børsmedlemskapet til opphør skal det gis skriftlig underretning om vedtaket og begrunnelse for vedtaket i underretningen. Det skal videre opplyses om klageadgangen til Børsklagenemnden, klagefristen og den nærmere fremgangsmåten for klagen.*

*Kredittilsynet, Verdipapirsentralen, Norges Bank og oppgjørssentral som nevnt i verdipapirhandelloven § 6-1 skal underrettes om suspensjon og opphør av børsmedlemskap."*

### **4. Vurdering**

*Børsloven § 3-2 første ledd og børsforskriften § 25-6 første ledd legger opp til at det av et vedtak om foretakets tap av konsesjon for rett til å yte de aktuelle investeringstjenestene, automatisk følger at børsmedlemskapet skal opphør. På denne bakgrunn må det fattes vedtak om opphør av medlemskapet.*

*Det fremgår av begrunnelsen for Kredittilsynets vedtak og den dokumentasjon som er mottatt at det er avdekket en rekke forhold som også kunne ha begrunnet opphør av børsmedlemskapet på bakgrunn av at vilkårene etter børsloven § 3-2 annet ledd også*



foreligger ("..... i strid med lov eller forskrift gitt i medhold av lov, eller for øvrig opptre i strid med god forretningsskikk eller på annen måte viser seg uskikket som børsmedlem."). Oslo Børs ser svært alvorlig på de forholdene som er avdekket. Dette gjelder både i forhold til de regler som håndheves av Kredittilsynet (og som er bakgrunnen for Kredittilsynets vedtak) og brudd på handelsreglene som sorterer under børsen, herunder at det er unnlatt å melde transaksjoner til børs. På bakgrunn av at det ved Kredittilsynets vedtak er grunnlag for å fatte vedtak om opphør av børsmedlemskapet, er det ikke nødvendig å forankre et opphør i børsmedlemskapet i brudd på det regelverket som børsen håndhever. Slik saken er fremstilt fra Kredittilsynet, finner Oslo Børs likevel grunn til å bemerke at bruddet på handelsreglene isolert sett kunne ha begrunnet et opphør av medlemskapet.

Det har vært vurdert om det i tillegg bør benyttes overtredelsesgebyr overfor børsmedlemmet som følge av de brudd som er avdekket i forhold til børsforskriften og handelsreglene. På bakgrunn av at sanksjonsmiddelet overtredelsesgebyr i utgangspunktet er ment som et supplement til eventuelle andre sanksjonsmidler og er basert på et "selvdømmesynspunkt", har Oslo Børs etter forholdene ikke funnet grunn til å benytte en slik sanksjon. I tillegg kommer at et vedtak om opphør av børsmedlemskapet vil være børsens strengeste sanksjon.

Det er i begrunnelsen for vedtaket til Kredittilsynet angitt at blant annet bruddene på god forretningsskikk også er straffebelagt (jf Kredittilsynets begrunnelse s 18). Oslo Børs har vurdert om det foreligger grunnlag for en politianmeldelse fra børsens side, men har på bakgrunn av at de vesentligste av de forholdene som er avdekket sorterer under Kredittilsynets myndighetsområde, lagt til grunn at en eventuell politianmeldelse bør gjøres av Kredittilsynet. Oslo Børs vil likevel presisere at de bruddene på børs- og verdipapirlovgivningen som er avdekket er av graverende art og er skadelig for tilliten til det norske verdipapirmarkedet. På en slik bakgrunn ville en politianmeldelse være en adekvat reaksjon.

## **5. Vedtak**

"Børsmedlemskapet til Fondspartner ASA opphører, jfr børsloven § 3-2 (1).

Vedtaket kan påklages til børsklagenemden. Klagefristen er 2-to-uker"

## **8.2 Net Fonds – suspensjon (vedtak av 18.5.99)**

**Net Fonds ASA – suspensjon grunnet manglende overholdelse av børsforskriften § 12-1**

### **1. Innledning**

Saken gjelder forslag om suspensjon av Net Fonds ASA (Net Fonds) som følge av at børsmedlemmet videreformidler kursinformasjon i strid med børsforskriften § 12-2 annet ledd jf "Midlertidige medlemsvilkår" punktene 4 og 5.

### **2. Sakens bakgrunn**

Net Fonds har, i noen tid, gjennom et produkt som kalles "STRAKS-ordre" videreformidlet informasjon fra handelssystemet i form av beste kjøps- og salgskurs for det aktuelle verdipapiret. Ordredybden er ikke omfattet av videreformidlingen. Ordningen med STRAKS-

ordre er slik at kunden er garantert en ordreførelse som ligger innenfor det formidlede kursbildet og begrenset til Net Fonds' kunder. Net Fonds har på forespørsel opplyst at det pr. i dag ikke har oversikt over hvor mange "oppslag" som gjøres pr. handelsdag, men man har opplyst at man i den siste tiden har behandlet rundt 10 STRAKS-ordre daglig.

Net Fonds har derved basert sin kundehandel når det gjelder STRAKS-ordre på å formidle kursinformasjon i sanntid fra handelssystemet. For nærmere beskrivelse av produktet "STRAKS-ordre" vises det til vedlagte beskrivelse fra Net Fonds.

Oslo Børs har i brev og i møte meddelt børsmedlemmet at man i prinsippet ikke har innvendinger mot at en slik videreformidling skjer. Dette er også noe som gjelder ved andre børser. Informasjon i sanntid representerer imidlertid en betydelig økonomisk verdi for Oslo Børs som for andre børser. Slik informasjon selges til Reuters og andre "vendors" som igjen selger informasjonen videre til investor og andre kunder. Oslo Børs har valgt å selge dette produktet gjennom det heleide datterselskapet Oslo Børs Informasjon AS (OBI). For å imøtekomme markedsbehov for endrede handelsmønstre over internett, tilbyr OBI et produkt i form av "snapshots" fra ordreboken med betaling pr. oppslag. Net Fonds har imidlertid ikke funnet å kunne inngå denne type avtale, men mener at adgangen til å videreformidle informasjon på den aktuelle måten fra handelssystemet er en del av medlemskapet.

### **3. Rettslig utgangspunkt**

Børsforskriften § 12-1, som fastsetter regler for bruk av handelssystemet, angir i annet ledd følgende:

*"Børsmedlemmer kan ikke videreformidle informasjon som er mottatt gjennom børsens handelssystem på annen måte enn bestemt av børsen".*

De bestemmelser som er fastsatt når det gjelder videreformidling av kursinformasjon fremgår gjennom "Midlertidige medlemsvilkår" fastsatt av børsstyret den 4. november 1998 punktene 4 og 5:

#### **Punkt 4**

*"Oslo Børs skal ha eksklusiv bruksrett til all informasjon som Medlemmet formidler gjennom registreringer i handelssystemene til Oslo Børs, med de begrensninger som følger av pkt. 5.1 andre ledd.*

*Medlemmet er ansvarlig for at tredjemenn som har eller får tilgang til Medlemmets datasystemer, gjøres kjent med og forplikter seg til å overholde bestemmelsen ovenfor."*

#### **Punkt 5**

*"Medlemmet har ikke anledning til å formidle informasjon elektronisk som det får tilgang til gjennom handelssystemene til andre enn interne brukere, med mindre det foreligger avtale som nevnt i pkt. 5.2. Tilsvarende gjelder for informasjon som er bearbeidet eller sammenstillet av Oslo Børs, AS Oslo Børs Informasjon eller juridisk person utpekt av Oslo Børs. Med interne brukere menes børsrepresentanter, personer tilknyttet Medlemmets oppgjørs- og rapporteringsfunksjoner, og andre som er direkte tilknyttet kursnoteringen og handelen med finansielle instrumenter hos Medlemmet.*

*Medlemmet har dog anledning til å formidle informasjon om egne ordre, omsetninger og handler i derivatkontrakter til andre. Hvilken informasjon som kan formidles til andre enn interne brukere fremgår av de respektive handelsregler. Medlemmet er ansvarlig for at de som får denne informasjonen ikke benytter informasjonen det mottar fra Medlemmet til å sammenstille informasjonen likt eller nær likt den offisielle kursinformasjon som gis av Oslo Børs, AS Oslo Børs Informasjon eller juridisk person utpekt av Oslo Børs.*

*Dersom Medlemmet ønsker å formidle informasjon fra handelssystemene elektronisk til andre enn interne brukere, skal det inngå avtale med Oslo Børs, AS Oslo Børs informasjon eller annen juridisk person utpekt av Oslo Børs og betale de til enhver tid gjeldende satser. Dette gjelder ikke for formidling av informasjon slik angitt i pkt. 5.1 annet ledd."*

*Hvilken beskyttelse Oslo Børs har når det gjelder kursinformasjon er i utgangspunktet for den aktuelle typen informasjon gitt vern gjennom faktisk kontroll på bakgrunn av avtale. I tillegg kommer vern gjennom åndsverkslovens bestemmelser og markedsføringsloven. Oslo Børs innhentet i 1996 en utredning fra prof. dr. juris Olav Torvund ved Institutt for Rettsinformatikk ved Universitetet i Oslo knyttet til rettigheter til kursinformasjon.*

.....

*Børsloven § 3-2 annet og tredje ledd angir:*

*”(2) Børsstyret kan bestemme at børsmedlemskapet skal opphøre dersom et børsmedlem opptrer i strid med lov eller forskrifter gitt i medhold av lov, eller for øvrig opptrer i strid med god forretningsskikk eller på annen måte viser seg uskikket som børsmedlem. Børsstyret kan under de samme vilkår suspendere et børsmedlem eller gi en advarsel. Slike vedtak må ha tilslutning fra minst to tredeler av styrets medlemmer.  
(3) Suspensjonen må ikke vare lenger enn påkrevet og ikke utover 21 dager. Børsstyret kan når særlige grunner tilsier det vedta ny suspensjon for et bestemt tidsrom utover 21 dager. Børsstyrets vedtak om suspensjon av eller advarsel til børsmedlem, unntatt vedtak om ny suspensjon, kan ikke påklages.”*

*Børsforskriften § 25-6 tredje ledd presiserer børsloven § 3-2. Det heter her:*

- “Opptreter et børsmedlem i strid med lov, forskrifter, god forretningsskikk, god børsikk eller på annen måte viser seg uskikket som børsmedlem, kan børsstyret*
- 1. gi børsmedlemmet advarsel.*
  - 2. suspendere børsmedlemmet fra deltagelse i kursnotering i samsvar med reglene i børslovens § 3–2 (2) og (3).*
  - 3. oppheve børsmedlemskapet for foretaket i samsvar med reglene i børslovens § 3–2 (2) og (3) eller trekke tilbake retten til å delta i kursnoteringen.”*

.....

## 5. Vurdering

*Oslo Børs anser at den formidling av opplysninger fra handelssystemet som skjer gjennom Net Fonds STRAKS-ordre produkt for å være formidling av kursinformasjon fra handelssystemet i sanntid. I prinsippet vil denne informasjonen være åpen for enhver som blir kunde av Net Fonds og som har adgang til å handle gjennom STRAKS-ordre produktet.*

*Det understrekes som ovenfor nevnt at Oslo Børs i prinsippet ikke har innvendinger mot at den slik videreformidling skjer, men på bakgrunn av at informasjon i sanntid representerer en betydelig økonomisk verdi for Oslo Børs vil videreformidling av slik informasjon, hva enten dette skjer gjennom børsmedlemmer eller via "vendors", være knyttet til at det skjer på avtalemessig grunnlag.*

*Uten en faktisk kontroll over slik kursinformasjon, har Oslo Børs i prinsippet ingen mulighet til å verne sine interesser. Det vises her til hva som ovenfor er sitert fra Torvunds utredning. Systemet er basert på at det enkelte børsmedlem kan benytte den aktuelle informasjonen i forbindelse med deltagelsen i handelen og kursnotering.*

*Børsmedlemmenes formidling av informasjon fra ordreboken til sine kunder (i forholdet "en til en") knyttet til en konkret transaksjon, enten dette skjer elektronisk, pr. telefon eller på annen måte, er en selvfølgelig del av medlemskapet. Det som ikke kan aksepteres er at det skjer en "automatisert videreformidling" av informasjon fra handelssystemet (i forholdet en til mange) uten at dette skjer på avtalegrunnlag.*

*Et slikt utgangspunkt gjelder også ved andre børser. Det vises i denne sammenheng for eksempel til medlemsavtalen ved Stockholms Fondbörs hvor det heter:*

*”5.1 Medlemmen får, utan särskilt avtal med Fondsbörsen, internt inom medlemmens organisation elektroniskt vidarebefordra information från handelssystemet eller bearbetad information på grundval av information från handelssystemet till terminaler som är handelsterminaler.*

*5.2 Medlemmen får härutöver inte, utan särskilt avtal med börsen, systematiskt vidarebefordra information från handelssystemet eller bearbetad information på grundval av information från handelssystemet, internt inom medlemmens organisation, till bolag inom koncernen eller till tredje man. Dette gäller oavsett i vilken form och omfattning systematisk vidaredistribution sker.”*

*På bakgrunn av at Net Fonds har erklært at man ikke aksepterer at de midlertidige vilkårene for børsmedlemskap stenger for denne type videreformidling og at man for øvrig de facto ikke er villig til å innrette seg etter hva som gjelder videreformidling av informasjon etter disse vilkårene, må Oslo Børs vurdere foretakets medlemsmessige status.*

.....

*Oslo Børs har også vurdert om det kan benyttes andre typer reaksjoner ovenfor Net Fonds. En advarsel i henhold til børsloven § 3-2 synes lite hensiktsmessig på bakgrunn av at Net Fonds på tross av at Oslo Børs uttrykkelig har gjort oppmerksom på at man ikke aksepterer en slik videreformidling av kursinformasjon, fortsetter denne aktiviteten.*

*Et overtredelsesgebyr er en straffelignende reaksjon – dog uten å være straff i juridisk forstand – som reaksjon på et brudd på børsløve eller børsforskrift som gjør at børsen har behov for å uttrykke misbilligelse med og reagere med økonomisk "straff". Noen slik sanksjon synes ikke praktisk i dette tilfellet. Det man her fra børsens side søker, er praktisk sett å hindre at Net Fonds sprer informasjon fra handelssystemet i strid med børsens bestemmelser. Man ønsker fra børsens side å beskytte sine kommersielle interesser som enhver annen forretningsdrivende.*

*Oslo Børs' behov for beføyelser er i utgangspunktet av kontraktsrettslig art. Det foreligger et vesentlig mislighold av kontrakt som gir grunnlag for å heve denne. Siden en kontraktsrettslig heving berører kjernen i børsmedlemskapets innhold – retten til å delta i handel og kursnotering – må dessuten vilkårene for – og saksbehandlingsreglene for – opphør av børsmedlemskap være tilstede.*

*Oslo Børs har vurdert om det kan settes begrensninger/foretas en teknisk utkobling av feeden fra handelssystemet. Det er i forhold til handelssystemet for egenkapitalinstrumenter nå ikke lengre teknisk mulig å skille adgangen til den relevante kursfeeden som videreformidles fra selve adgangen til handelssystemet (det var tidligere en viss adgang til å skille den aktuelle feeden, jf hvordan dette er beskrevet i den vedlagte saken fra Børsklagenemnden).*

*En teknisk utestengelse vil dermed omfatte den totale adgangen til handelssystemet. Adgangen til handelssystemet er av så vidt sentral betydning for medlemskapet at dersom denne adgangen opphører, vil også kjernen i medlemskapet bli berørt på en slik måte at dette i realiteten innebærer at medlemskapet sett fra medlemmets side bringes til midlertidig opphør.*

*Oslo Børs har vurdert forholdsmessigheten mellom behovet for vern av sine interesser mot den omstendighet at medlemskapet suspenderes for en periode. Suspensjon eller teknisk utestenging vil i den perioden den varer hindre Net Fonds å delta i handel og kursnoteringen ved Oslo Børs. Oslo Børs har lagt vekt på at rettighetene knyttet til kursinformasjon er av vesentlig prinsipiell betydning for Oslo Børs. Net Fonds er gjentatte ganger blitt gjort oppmerksom på at man fra børsens side ikke aksepterer videreformidling av kursinformasjon i sanntid uten avtalemessig forankring. Net Fonds har tidligere erklært at man vil avstå fra formidling av kursinformasjon i sanntid i forbindelse med at Oslo Børs tidligere stengte av den aktuelle kursfeeden. Etter oppstart av det nåværende handelssystemet for egenkapitalinstrumenter er det ikke lenger mulig å foreta en begrenset teknisk avstengning av den aktuelle tilgangen til kursfeeden, men avstengning vil ramme den elektroniske deltagelsen i handel og kursnotering. Net Fonds var på sin side klar over at dette ville bli realiteten etter oppstart av det nye handelssystemet og man var før dette varslet om at Oslo Børs ikke aksepterte videreformidling av informasjon i sanntid. På tross av dette har selskapet valgt å videreutvikle og igangsette systemer for den type virksomhet uten å innhente nødvendig avtalemessig dekning gjennom OBI. Oslo Børs har ved flere anledninger forsøkt å få børsmedlemmet til å akseptere de rettigheter OBI har til denne type informasjon og man har fra OBI's side dessuten invitert til forhandlinger knyttet til de betingelser som eventuelt skal gjelde.*

*I tillegg må det ved vurderingen av forholdsmessighet legges vekt på at denne delen av virksomheten ikke kan være avgjørende for driften til Net Fonds. Det vises i denne sammenheng til at det dreier seg om ca. 10 ordre som blir effektivert pr. dag, men at man ikke har oversikt over antall oppslag som foretas. På denne bakgrunn burde Net Fonds enkelt,*

utfra en forretningsmessig vurdering, kunne avstå fra å foreta den eventuelle videreformidlingen i sanntid og dermed unngått en eventuell suspensjon eller teknisk utkobling fra børsens side.

På denne bakgrunn finner Oslo Børs at Net Fonds opptrer i strid med børsforskriften § 12-1 og det anses påkrevet at feeden til handelssystemet frakobles eller at medlemskapet suspenderes over en periode på inntil 21 dager, jf børsloven § 3-2 annet ledd jf tredje ledd. Suspensjonen l opphører dersom Net Fonds avstår fra å videreformidle kursinformasjon i sanntid eller inngår en avtale med OBI om slik formidling.

.....

For et vedtak om suspensjon kreves det tilslutning fra 2/3 deler av styrets medlemmer. Suspensjonen må etter tredje ledd ikke vare lenger enn påkrevet og ikke utover 21 dager. Børsstyret kan når særlige grunner tilsier det vedta ny suspensjon for et bestemt tidsrom utover 21 dager. Et første vedtak om suspensjon i inntil 21 dager vil ikke være gjenstand for klage.

## 6. Vedtak

"Børsstyret vedtok å suspendere Net Fonds ASA inntil 21 – tjue en – dager, jf børsloven § 3-2 annet ledd annen setning, jf første setning, som følge av børsmedlemmets brudd på børsforskriften § 12-1 første ledd. Suspensjonen opphører dersom Net Fonds avstår fra å videreformidle kursinformasjon i sanntid eller får avtalemessig grunnlag for slik formidling. Iverksettelsesdato for vedtaket overlates det til børsdirektøren å fastsette.

Vedtaket kan ikke påklages, jf børsloven § 3-2, tredje ledd, første setning."

## 8.3 Brudd på børsrepresentantregler

**Garde ASA – bruk av handelssystemet uten tilsyn av godkjent børsrepresentant** (vedtak av 18.5.99)

### 1. Innledning

Saken gjelder spørsmål om Garde ASA ved å la registreringen i handelssystemet skje ved en ikke godkjent børsrepresentant har overtrådt børsloven § 4-6, jf børsforskriften § 11-4. SR-Fonds AS og Garde AS har fusjonert med virkning fra medio april 1999. Virksomheten er videreført under navnet Garde ASA, og virksomheten til tidligere SR Fonds AS betegnes heretter for enkelhets skyld som Garde.

### 2. Sakens bakgrunn

Markedsovervåkingsavdelingen ved Oslo Børs tok 31. mars 1999 kl. 10.27 kontakt med Garde for å undersøke om en omsetning i Stavanger Aftenblad på en avvikende kurs var korrekt. Oslo Børs tok telefonisk kontakt med børsmedlemmet x som ikke kunne svare direkte på spørsmålet knyttet til omsetningen i Stavanger Aftenblad, men konfererte med en megler ved navn y som hadde utført selve handelen og som kunne opplyse at det dreide seg om en

kundeordre med limit. Oslo Børs kjente ikke til at Garde hadde en børsrepresentant ved navn y og undersøkelse i databasen over meglere som er godkjent som børsrepresentanter avdekket at det ikke var noen med det navn som var godkjent børsrepresentant ansatt ved Garde. Dette ble bekreftet ved ny telefonisk kontakt med Garde (...) Vedkommende var ikke godkjent som børsrepresentant og hadde ikke tatt slik eksamen som er foreskrevet for denne virksomheten.

.....

## **5. Rettslig utgangspunkt**

Børsforskriften § 11-4 bestemmer:

*"Personer som skal delta i kursnoteringen ved børsen på vegne av et børsmedlem må på forhånd være godkjent av børsen som børsrepresentant for børsmedlemmet. (...)*

*Børsrepresentanter må for å bli godkjent av børsen:*

- 1. være ansatt hos børsmedlemmet og være skikket til å delta i kursnoteringen*
- 2. ha fullført nødvendig opplæring ved børsen etter nærmere regler fastsatt av børsen*
- 3. ha praksis fra bruk av vedkommende handelssystem etter nærmere regler fastsatt av børsen*

.....

*Børsstyret avgjør søknad om godkjennelse av børsrepresentant. Børsstyret kan dispensere fra vilkårene i annet ledd nr 1 til 3."*

*Det er av børsstyret 23. juni 1998 fastsatt nærmere regler ved "Reglement for børsrepresentasjon".*

*Reglementets § 1 første ledd bestemmer:*

*"Deltakelse i kursnotering og handel med finansielle instrumenter på Oslo Børs kan bare skje av børsmedlem, jf børsforskriften kap 11 og de til enhver tid gjeldende medlemsvilkår. Deltagelsen må skje ved en på forhånd godkjent børsrepresentant, jf kapittel 4, eller representant under opplæring, jf kapittel 3."*

*§ 1 fjerde ledd bestemmer videre:*

*"Børsmedlemmet er ansvarlig for at all deltakelse i kursnoteringen og handel med finansielle instrumenter ved Oslo Børs kun skjer ved godkjent børsrepresentant eller representant under opplæring (kapittel 3). I tvilstilfeller skal spørsmålet forhåndsklareres med Oslo Børs."*

*Om godkjennelse som representant-under-opplæring bestemmer reglementets § 8 følgende:*

*"Børsmedlemmer kan for sine ansatte søke om opptak som representant-under-opplæring. Søknaden sendes Oslo Børs på fastsatt skjema. Søknaden skal underskrives av den som er ansvarlig for foretakets handel etter børsforskriften § 11-1, § 11-2 eller § 11-3. I søknaden skal det bekreftes at vedkommende*

- er ansatt hos børsmedlemmet
- har gjennomført handelskurs, jf § 3, herunder bestått eksamen, jf §§ 6-7
- ansees som skikket til å delta i kursnoteringen."

## 6. Vurdering

*Oslo Børs legger til grunn at Garde ikke hadde fått godkjenning for y som børsrepresentant jf børsforskriften § 11-4, men at hun til tross for dette deltok i handelen på vegne av Garde. Det vises til at det for godkjenning vil være krav om at vedkommende er ansatt hos børsmedlemmet og er skikket. Etter sakens opplysninger var ikke vedkommende ansatt hos foretaket. Hun hadde ikke deltatt på handelskurs/bestått eksamen eller fullført slik opplæring som er nødvendig for å delta i handelen. For kravene til opplæring vises det til "Reglement for børsrepresentasjon".*

*Det legges til grunn at vedkommende heller ikke var godkjent som "representant under opplæring" i henhold til de krav som stilles etter "Reglement for børsrepresentasjon" § 8 flg.*

*På denne bakgrunn har Garde brutt kravene til deltagelse i handelen med børsrepresentant etter børsforskriften § 11-4.*

## 7. Sanksjonsspørsmålet

*Etter børsforskriften § 25-6 kan børsstyret gi børsmedlemmet en advarsel, suspendere børsmedlemmet eller oppheve børsmedlemskapet dersom børsmedlemmet opptrer i strid med lov, forskrifter eller annet regelverk. Videre kan børsstyret i henhold til børsforskriften § 25-8 ilegge børsmedlemmet et overtredelsesgebyr ved brudd på børsloven eller børsforskriften oppad begrenset til kr. 2.500.000,-.*

*Ettersom handelen foregår fra det enkelte børsmedlems hjemmekontor, er det vanskelig for Oslo Børs å kontrollere om bestemmelsen i børsforskriften etterleves. Det er påkrevet at Oslo Børs har tiltro til og er forsikret om at regelen overholdes, og det bør derfor reageres overfor Garde.*

*Oslo Børs har gitt detaljerte regler for godkjenning og opplæring av børsrepresentanter. Det vises til Reglement for Børsrepresentasjon. Det er i forbindelse med det nye handelssystemet for egenkapitalinstrumenter avholdt kurs og i en rekke sammenhenger understreket betydningen av at børsrepresentanter har den nødvendige kompetanse og den nødvendige opplæring. Handelen i et helautomatisert handelssystem er kompleks og det er vesentlig for tilliten til markedsplassen og dens effektivitet at de krav Oslo Børs stiller til børsrepresentantene overholdes.*

*Ved vurderingen av sanksjon må det legges vekt på at Garde har opplyst å ha innskjerpet sine rutiner for hvem som skal legge inn ordre direkte mot Oslo Børs slik at forholdet ikke skal kunne gjenta seg i fremtiden. På den andre side er det en viktig bestemmelse som er overtrådt. Handel i samsvar med børsforskriften og eventuelt annet regelverk, er påkrevet fra alle børsrepresentanter for å sikre en tilfredsstillende gjennomføring av handelsdagen. Overtredelsen er et klart brudd på den tilliten som er påkrevet ved børsmedlemskap og tilsier en klar reaksjon.*



Oslo Børs behandlet en tilsvarende sak i 1998 hvor Uni Bank A/S ble ilagt et overtredelsesgebyr på kr 100.000.- på bakgrunn av at handelen i obligasjoner skjedde uten tilsyn av godkjent børsrepresentant. Til forskjell fra Uni Bank-saken skjedde det her ingen feil som var kritiske for markedet.

Det må også legges en viss vekt på at børsmedlemmet er en mindre aktør enn Uni Bank. På den annen side hadde vedkommende ansatt foretatt et betydelig antall "ulovlige transaksjoner". Det ble i saken med Uni Bank understreket at saken var svært alvorlig. I etterkant av Uni Bank saken har Oslo Børs hatt et betydelig fokus på de formelle krav knyttet til utøvelse av børsmedlemsskapet og kravene burde være godt kjent.

På denne bakgrunn anses etter en totalvurdering et overtredelsesgebyr på NOK 100 000,- som en passende reaksjon.

## 8. Vedtak

*"Børsstyret vedtok å ilegge Garde ASA et overtredelsesgebyr på kr 100 000.- etthundretusen kroner- jf børsloven § 6-3, jf børsforskriften § 25-8 som følge av bankens brudd på børsforskriften § 11-4 første ledd.*

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

## 8.4 Opptak av fjernmedlemmer

### 1. Søknaden (vedtak av 26.10.99)

*Morgan Stanley & Co. International Limited (MSIL) har i brev av 30. september søkt om børsmedlemskap på Oslo Børs. Søknaden gjelder deltagelse i kursnotering for alle egenkapitalinstrumenter som kursnoteres på Oslo Børs. Medlemskapet planlegges utøvet ved fjerntilknytning som grenseoverskridende virksomhet fra selskapets kontor i England. Foretaket ønsker at medlemskapet iverksettes så snart det er praktisk mulig.*

.....

### 3. Vilkår for børsmedlemskap.

*Etter børsforskriften § 11-1, kan foretak med tillatelse til å drive virksomhet som nevnt i vphl § 1-2 første ledd nr. 1, søke børsen om børsmedlemskap for deltagelse i kursnotering av finansielle instrumenter, jf børsloven § 3-1. Børsstyret avgjør søknaden og kan nekte å godkjenne et foretak som børsmedlem, bl.a. dersom foretaket, dets ansatte, tillitsvalgte eller eiere har opptrått i strid med god forretningsskikk eller lover og regler for øvrig.*

*Medlemskapet er knyttet til foretaket, jf børsforskriften § 11-1 og kan ikke overføres.*

*Etter vphl § 7-7 kan verdipapirforetak med hovedsete i en annen EØS-stat, utøve investeringstjenester i Norge direkte fra forretningssted i annet EØS-stat (såkalt grenseoverskridende virksomhet) eller gjennom filial. Slike foretak må være gitt tillatelse til å yte investeringstjenester og være underlagt tilsyn i hjemstaten. Grenseoverskridende virksomhet kan utøves i Norge fra det tidspunkt Kredittilsynet har mottatt melding fra tilsynsmyndighetene i foretakets hjemstat om utøvelse av grenseoverskridende virksomhet.*

*Kredittilsynet skal opplyse verdipapirforetak om de vilkår, herunder reglene om god forretningsskikk som gjelder for utøvelsen i Norge.*

*Foretak som driver grenseoverskridende virksomhet behøver ikke å stille særskilt sikkerhet for virksomheten i vertsstaten (her Norge).*

*Børsforskriften § 11-4, annet ledd, nr 1, krevet at børsrepresentanter for å bli godkjent av børsen må være ansatt hos børsmedlemmet og være skikket til å delta i kursnoteringene. Femte ledd i samme paragraf gir børsstyret anledning til å dispensere fra kravet om at børsrepresentanten er ansatt hos børsmedlemmet*

#### **4. Vurdering**

*Søknaden og foretaket tilfredsstillter etter børsstyrets vurdering vilkårene for børsmedlemskap i børsforskriften kap. 11. til å delta i handelen og kursnoteringen av egenkapitalinstrumenter. Det anses ikke å foreligge forhold som tilsier at medlemskap ikke bør innvilges. Den praktiske iverksettelsen av medlemskapet forutsetter at selskapet har gjort de nødvendige tekniske foranstaltninger samt at selskapets børsrepresentanter er godkjent i medhold av børsforskriften § 11-4 og Børsens reglement av 23. juni 1998. Selskapet må gjennomføre en såkalt konformitetstest av sitt tekniske utstyr mot Oslo Børs innen 15. november for å kunne iverksette medlemskapet innen 31. desember 1999. Det forutsettes at foretaket underrettes om dette sammen med vedtak om børsmedlemskap.*

*Da børsrepresentantene ikke er ansatt i selskapet men i Morgan Stanley Group (UK) England, må det gis dispensasjon til kravet i børsforskriften § 11 – 4, annet ledd nr 1 slik denne gir adgang til jf børsforskriften § 11 – 4, femte ledd. Børsstyret finner det ikke betenkelig at børsrepresentantene i dette tilfellet er ansatt i Morgan Stanley UK Group (England) da selskapet er innen et heleiet konsern og ordningen er i bruk på andre børser samt at den er godkjent av SFA.*

#### **Vedtak**

*”Børsstyret vedtok å ta opp Morgan Stanley & Co. International Ltd. som børsmedlem på Oslo Børs jf børsforskriften § 11 –1 med rett til å delta i handel og kursnotering for egenkapitalinstrumenter.*

*Børsstyret gir selskapet dispensasjon fra kravet i børsforskriften § 11 – 4 annet ledd nr 1. om at børsrepresentantene skal være ansatt hos børsmedlemmet. Børsdirektøren har fullmakt til å fastsette dato og praktiske foranstaltninger for medlemskapets iverksettelse, dog slik at medlemskapet trer i kraft senest 1. mars 2000.”*

## 9. Diverse

### 9.1 Handleforbud

*Verdipapirhandelloven § 2-3 – periodisk handleforbud – forlengelse av futurekontrakt (faks av 20.1.99)*

*Det vises til Deres telefax av 19. januar 1999 om ovennevnte. Vi oppfatter det slik at det bes avklart om den beskrevne "rulleringen" av futureskontraktene innenfor handleforbudsperioden (med samtidig opprinnelig forfall 21. januar d.å.) rammes av forbudet i verdipapirhandelloven § 2-3. I den grad en slik "rullering" rammes av handleforbudet søkes det om dispensasjon på vegne av X til å foreta en slik "rullering".*

*Vi legger til grunn at forbudet mot handel i visse perioder i verdipapirhandelloven § 2-3 i henhold til bestemmelsens annet ledd også omfatter terminkontrakter, herunder futurekontrakter, dog slik at normal utøvelse av tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakten ved kontraktens utløp som faller innenfor handleforbudsperioden ikke rammes.*

*Oslo Børs legger til grunn at en "rullering" av kontraktene i realiteten innebærer at det inngås en ny terminkontrakt. Inngåelse av terminkontrakter vil etter bestemmelsens ordlyd være omfattet. Vi kan heller ikke se at en slik "rullering" omfattes av unntaket knyttet til normal utøvelse av terminkontrakt ved kontraktens utløp.*

*Med dette utgangspunktet legger vi til grunn at det søkes om dispensasjon fra forbudet. Det er anført at for vedkommende primærinnsider vil en innfrielse av futureskontrakten - innenfor forbudsperioden - innebære en betydelig likviditetsbelastning. En utsettelse av "oppgjørstidspunktet" til 15. juli 1999 vil være av stor betydning for vedkommende primærinnsiders mulighet til å finansiere innfrielsen av de aktuelle futurekontraktene (til sammen ca. NOK 1,8 mill.). Det er også vist til at vedkommendes økonomiske interesse i selskapets aksjer vil være den samme enten han forlenger futurekontrakten som beskrevet ovenfor, eller han oppfyller kontraktene som opprinnelig avtalt. Han vil verken øke eller redusere sitt aksjeinnehav innenfor forbudsperioden, men fortsatt ha en fremtidig økonomisk interesse i aksjene.*

*I forhold til forbudets formål anser Oslo Børs ikke hensynet til en slik likviditetsbelastning som angitt som et "særlig(e) tilfelle" som er vilkåret for dispensasjon fra reglene om handleforbud, jf verdipapirhandelloven § 2-3 tredje ledd. Reglene er ment å være objektive og det er klare uttalelser i bestemmelsens forarbeider om at dispensasjonsadgangen er ment som en "sikkerhetsventil" som ikke skal være kurant å få unntak fra. I en periode hvor primærinnsideren ofte vil kunne ha kurssensitive opplysninger knyttet til forberedelse av selskapets årsregnskap som motparten i futureskontrakten ikke vil ha, foreligger det en fare for innsidehandel som regelen i verdipapirhandelloven § 2-3 søker å forebygge. På denne bakgrunn finner vi dessverre ikke å etterkomme søknaden om dispensasjon.*

.....

**Søknad om unntak fra handleforbud etter verdipapirhandelloven § 2-3 siste ledd – begrunnet i oppkjøpstilbud (brev av 16.2.99)**

**1. Søknaden**

Det vises til telefax 12. februar 1999 hvor Y søker om dispensasjon for kjøp av aksjer i X i perioden frem til Xs fremleggelse av foreløpig årsregnskap for 1998. Det vises videre til telefonsamtale samme dag.

Z er styremedlem i og eiere av Y. Bakgrunnen for søknaden om unntak er oppkjøpstilbud fra Æ på alle aksjene i X med tilbudsperiode 15. februar til 19 mars 1999. Foreløpig årsregnskap fra X er planlagt fremlagt 26. februar 1999. Det heter i søknaden at Y:

"vil [...] gjerne fristilles til å handle aksjer i oppkjøpsperioden. Dette fordi vi vil ha en anledning til å posisjonere oss i forhold til budet."

**2. Rettslig utgangspunkt**

Verdipapirhandelloven § 2-3 lyder:

(...)

**3. Oslo Børs' merknader**

Transaksjonen gjelder handel av primærinnsider i et selskaps navn og selskapets regning. Kredittilsynet har i en uttalelse 1. juli 1998 lagt til grunn at det til tross for at slike selskaper ikke er omfattet av ordlyden i verdipapirhandelloven § 2-3, identifiseres primærinnsideren og selskapet når dette er 100% kontrollert av primærinnsideren. Dette er også forutsatt i børsens praksis. Det må således legges til grunn at Y er omfattet av handleforbudet i verdipapirhandelloven § 2-3.

Spørsmålet er først og fremst hva som skal til for at det kan sies å foreligge "særlige tilfelle" som tilsier at dispensasjon skal innvilges.

Det er i forarbeidene til den tidligere verdipapirhandelloven § 6a, som er videreført i den nye verdipapirhandelloven § 2-3, (dog med unntak for at tegning også er inkludert i den nye bestemmelsen,) gitt uttrykk for at dispensasjon ikke er en kulant sak. Det sies om dette i Ot prp nr 72 (1990-91) side 68:

"Det er gitt hjemmel til børsstyret til å gjøre unntak fra forbudet. Det er en sikkerhetsventil for særlige tilfelle. I noen situasjoner bør det være mulighet til likevel å kunne handle. Et eksempel på en slik unntakssituasjon vil kunne være at et aksjeselskap er gjenstand for et oppkjøp, og at ledelsen befinner seg i en situasjon hvor de etter hovedregelen ikke har adgang til å kjøpe aksjer for å hindre oppkjøpet. En annen mulig situasjon som vil kunne begrense et unntak er en plutselig oppstått situasjon hvor vedkommende har behov for å selge sine verdipapirer."

Og videre sies det i samme Ot prp på side 34:

*"For å ha en mulighet til å avhjelpe eventuelle urimelige situasjoner, foreslås en hjemmel til børsstyret til i særlige tilfelle å kunne gi dispensasjoner."*

*At aksjonærer kan påvirke oppkjøpstilbud gjennom aksjehandler, for eksempel for å forhindre overtagelse eller for å påvirke tilbudsprisen, må anses å være naturlige elementer knyttet til det å være børsnotert. I slike situasjoner vil tiden for de kjøp og salg som prissetter aksjene kunne dikteres av oppkjøpstilbudet. Dersom primærinnsidere er forhindret fra deltagelse i dette, vil disse mekanismene kunne fungere dårligere, og primærinnsidernes muligheter til påvirkning kan reduseres vesentlig. Børsen anser derfor, i samsvar med ovennevnte uttalelser i forarbeidene, at dette er en såvidt spesiell situasjon at det er grunn til å gjøre unntak fra handleforbudet.*

*På denne bakgrunn gir Oslo Børs medhold av verdipapirhandelloven § 2-3 tredje ledd unntak fra handleforbudet i § 2-3 første ledd slik at Y kan erverve aksjer i X forut for fremleggelse av foreløpig årsregnskap for 1998 i X.*

*For ordens skyld gjøres oppmerksom på at dispensasjonen ikke gis eller kan gis forsåvidt gjelder andre forbud og plikter knyttet til aksept av tilbudet, herunder forbudet mot misbruk av fortrolige kurssensitive opplysninger i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd, undersøkelsesplikten etter verdipapirhandelloven § 2-1 annet ledd, eller meldeplikten i henhold til verdipapirhandelloven § 3-1.*

### ***Søknad om unntak fra handleforbud etter verdipapirhandelloven § 2-3 siste ledd – utvanning som følge av fusjon (brev av 25.1.99)***

*Det vises til Deres søknad i brev datert 20. januar 1999, oversendt oss pr. elektronisk post, hvor De på vegne av samtlige primærinnsidere i X og selskapet Y (et selskap indirekte eiet med over 90% av Z, styreformannen i X) søker om dispensasjon fra det periodiske handleforbudet i medhold av verdipapirhandelloven § 2-3 siste ledd. Videre vises til Deres telefaks av i dag.*

#### ***1. Bakgrunn for søknaden***

*X og Æ ble ved fusjonsplan vedtatt av selskapenes generalforsamlinger den 19. og 23. oktober 1998 besluttet fusjonert. I henhold til fusjonsplanen forpliktet aksjonærene i Æ seg til å selge 37,5% av sine vederlagsaksjer til de øvrige aksjonærene i X. Antall vederlagsaksjer var en funksjon av kursen på aksjene i X på virkningstidspunktet for fusjonen og ble fastsatt til 2.530.438 aksjer, hvilket utgjorde 9,69% av aksjekapitalen i X før utstedelse av vederlagsaksjene. Aksjonærene i Æ var således forpliktet til å tilby 948.914 aksjer (37,5%) til de øvrige aksjonærene i X til den kurs som ble fastsatt for fusjonsvederlaget.*

*Aksjonærene i Æ har fremsatt tilbud om kjøp av 37,5% av vederlagsaksjene ved sitt tilbudsdokument av 15. januar 1999. Tilbudsperioden er fastsatt til 19. - 29. januar 1999. Tilbudet er garantert av Y i henhold til en garantiavtale datert 9. desember 1998. Y er direkte og indirekte eiet med over 90% Z, styreformann i X. Y blir i henhold til tidligere generelle uttalelser fra Kredittilsynet å identifisere med Z i forhold til handleforbudet i verdipapirhandelloven § 2-3.*

*Primærinnsidene i X er for tiden i periode med handleforbud i henhold til verdipapirhandellovens § 2-3. X har tidligere i sin finanskalender angitt at foreløpige*

regnskapstall for 1998 ville bli offentliggjort før børsens åpning den 24. februar 1999. De har imidlertid i brev av 19. januar 1999 opplyst at disse regnskapstall vil bli offentliggjort noe tidligere, dog således at det er usannsynlig at man vil komme så langt med regnskapsavslutningen at perioden for handleforbud vil utløpe før tilbudsperiodens slutt. Det er på denne bakgrunn det søkes om dispensasjon for at primærinnsiderne i X og selskapet Y skal kunne kjøpe aksjer i henhold til det fremsatte tilbud.

## **2. Dispensasjon**

(...)

Forarbeidenes eksemplifisering gir ikke inntrykk av å være en uttømmende liste. Det er derfor opp til børsens skjønnsutøvelse å vurdere hva som anses som "særlig tilfelle".

Nærværende søknad er begrunnet med at dersom primærinnsiderne i X ikke oppnår dispensasjon fra handleforbudet, vil resultatet bli at primærinnsiderne vil bli utsatt for en større utvanning av sine eierandeler enn samtlige andre aksjonærer i selskapet. Vedrørende Y garantiansvar er det fremholdt at denne forpliktelsen ble etablert før inntreden av handleforbudsperioden i henhold til verdipapirhandelloven § 2-3. Ved etablering av ansvaret var den fulle garantiforpliktelse kjent. Dersom Y må oppfylle sitt garantiansvar fullt ut vil Z direkte og indirekte kunne få en proporsjonalt lavere eiermessig utvanning enn de øvrige aksjonærer i X. Det argumenteres videre med at aksjonærene i Æ's plikt til å tilby videresalg har betydelige likhetspunkter med opsjons- eller terminkontrakt som, uten hensyn til forbudet, tillates innløst på normal måte ved kontraktens utløp.

Oslo Børs har tidligere gitt dispensasjon for salg i forbindelse med pliktig og frivillig tilbud på samtlige aksjer i et selskap. Likeledes er det gjort unntak for tegning i fortrinnsrettsemisjon i slik utstrekning at primærinnsidere som var aksjonærer kunne opprettholde sin eierandel (utnytte fortrinnsrett).

Oslo Børs ser det slik at de samme hensyn som tilsa dispensasjon i saken vedrørende primærinnsideres tegning i fortrinnsrettsemisjon også gjør seg gjeldende i denne saken, nemlig at primærinnsidere til tross for handleforbudsperioder bør kunne erverve aksjer som tilbys til alle aksjonærene i et selskap slik at utvanning unngås.

Oslo Børs finner videre at også Y bør innvilges dispensasjon fra handleforbudet for oppfyllelse av et eventuelt garantikrav all den tid garantiforpliktelsen ble etablert og dens fulle omfang kjent forut for inntreden av handleforbudsperioden. Oslo Børs finner at den avgitte garantiforpliktelse har likhetstrekk med den mulighet verdipapirhandelloven § 2-3 annet ledd gir for normal utøvelse av en tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt.

## **3. Konklusjon**

Oslo Børs gir etter dette i medhold av vphl § 2-3 tredje ledd dispensasjon fra handleforbudet i vphl § 2-3 første ledd, forsåvidt gjelder primærinnsidere i X's erverv av aksjer i X i henhold til tilbud om kjøp av 37,5% vederlagsaksjer som vedtatt i fusjonsplan mellom X og Æ og Y erverv av aksjer i henhold til avgitt garantiforpliktelse.

(...).

**Verdipapirhandelloven § 2-3 - identifisering mellom primærinnsider og selskap eiet eller kontrollert av primærinnsideren (brev av 27.4.99)**

Vi viser til Deres telefaxer av 23. april 1999.

X har fremsatt et tilbud om erverv av samtlige aksjer i Y. Etter at tilbudsperioden utløp den 16. april 1999 kl. 1600, har 13 akseptor, tilsvarende 0,13 % av aksjekapitalen, innkommet til selskapet.

Z er eneaksjonær i X. Pr. 21. april 1999 eide Æ. 61 % av de stemmeberettigede A-aksjene i Z. Æ. er indirekte eiet 100 % av Ø, som er styremedlem i Y.

Primærinnsidere tilknyttet Y er nå inne i en handleforbudsperiode, jfr. verdipapirhandelloven § 2-3. De reiser i nevnte telefaxer spørsmål om X grunn av Å's primærinnsiderposisjon i Y, er omfattet av handleforbudet i verdipapirhandelloven § 2-3. Dersom dette er tilfelle vil X i såfall være forhindret fra å honorere de for sent innkomne akseptene, med mindre det gis dispensasjon fra handleforbudet i medhold av bestemmelsens siste ledd.

Etter ordlyden i verdipapirhandelloven § 2-3 gjelder handleforbudet personer som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-1 annet ledd, såkalte primærinnsidere. Bestemmelsen gir ingen holdepunkter for hvorvidt den også får anvendelse for handler som, foretas av selskap kontrollert av primærinnsidere, når slike selskap foretar handler i eget navn og for egen regning. Kredittilsynet har imidlertid ut fra et identifikasjonssynspunkt i et brev datert 1. juli 1998 uttalt at handel for regning av selskap som "i det vesentlige eller fullt ut eies eller kontrolleres av en primærinnsider" må anses som handel for primærinnsiderens egen regning, og således omfattes av handleforbudet. Kredittilsynet har videre uttalt at en annen løsning ville innebære en uthuling av innholdet i verdipapirhandelloven § 2-3.

Oslo Børs har på bakgrunn av en tolkning av ordlyden i verdipapirhandelloven § 2-3, sammenholdt med den uttalelse som er avgitt av Kredittilsynet, kommet til at Å's aktuelle eier- og stemmeandel i Z, som igjen er eneaksjonær i X, ikke er tilstrekkelig til at X omfattes av handleforbudet i verdipapirhandelloven § 2-3. En eierandel tilsvarende 61 % kan etter Oslo Børs' oppfatning ikke anses som "i det vesentlige eiet eller kontrollert".

Oslo Børs har ved vurderingen av spørsmålet konsultert Kredittilsynet, som har meddelt at de tiltrer vår vurdering.

På denne bakgrunn finner Oslo Børs at X's honorering av for sent innkomne akseptor ikke omfattes av verdipapirhandelloven § 2-3.

**Søknad om dispensasjon etter verdipapirhandelloven § 2-3 –forhåndsaksept av salg av aksjer (brev av 11.10.99)**

.....

### **3. Børsens merknader**

Det er i forarbeidene til den tidligere verdipapirhandelloven § 6 a, som i hovedsak er videreført i den nye verdipapirhandelloven § 2-3, gitt uttrykk for at dispensasjon ikke er en kurant sak. Det sies om dette i Ot prpr nr 72 (1990-91) side 68:

(...)

*Oslo Børs har i tråd med uttalelsene i forarbeidene i praksis gitt dispensasjon for en primærinnsiders salg i forbindelse med pliktig og frivillig tilbud om erverv av samtlige aksjer i det børsnoterte selskap hvor vedkommende er primærinnsider.*

*Oslo Børs finner etter en konkret helhetsvurdering at en forhåndsaksept av salg av aksjer knyttet til fremsettelse av et tilbud som skal omfatte alle aksjene og alle aksjonærene i X, må vurderes på samme måte som aksept av salg av aksjer. Oslo Børs legger til grunn for denne vurderingen at nevnte forhåndsaksepser ikke utgjør et selvstendig salg av aksjene løsrevet fra det frivillige tilbudet som skal fremsettes overfor alle aksjonærene i X. Oslo Børs legger viderer til grunn at ved fremforhandling av avtale vedrørende fremsettelse av frivillig tilbud på børsnoterte selskaper, vil det sedvanlig være slik at ledende aksjonærer vil bli avkrevd forhåndsaksept for det tilbud som skal fremsettes. Slike ledende aksjonærer vil ofte være primærinnsidere. Dersom det ikke skulle være mulig for disse ledende aksjonærer å avgi forhåndsaksept for det aktuelle fremforhandlede tilbud på et tidspunkt hvor man er innenfor periodehandelsforbudet, vil dette vanskeliggjøre fremforhandling av overtagelsestilbud.*

*På denne bakgrunn gir Oslo Børs i medhold av verdipapirhandelloven § 2-3, tredje ledd unntak fra handleforbudet i § 2-3, første ledd slik at de forannevnte søkende parter kan avgi forhåndsaksept for salg av aksjer i X i perioden forut for fremleggelse av delårsrapport for 3. kvartal 1999.*

*For ordens skyld gjøres oppmerksom på at dispensasjon ikke gis – eller kan gis – for så vidt det gjelder andre forbud knyttet til avgivelse av forhåndsaksepser, herunder forbudet mot misbruk av fortrolige kurssensitive opplysninger i verdipapirhandelloven § 2-1, første ledd, undersøkelsesplikten etter verdipapirhandelloven § 2-1, annet ledd, eller meldeplikten i henhold til verdipapirhandelloven § 3-1.*

## **9.2 Forhold til børsmedlemmer**

***Alfred Berg Norge ASAs tilretteleggeroppdrag for og analyse av Tandberg Television ASA (brev av 19.11.99)***

.....

*Oslo Børs ble etter en henvendelse fra Dagens Næringsliv den 18. oktober gjort kjent med at to av fondsmeglerforetakets analytikere ble "løftet" over til rådgivningsavdelingen for å bistå i forbindelse med Tandberg Television ASAs ("TAT") oppkjøp av Digital Broadcasting Business ("DBB"). Det vises i denne forbindelse til oppslaget i Dagens Næringsliv den 19. oktober.*

*Informasjon om oppkjøpet og tilhørende emisjoner ble offentliggjort fredag 24. september. Analytikerne skal etter det vi har fått opplyst ha påbegynt sin analyse samme dag som transaksjonen ble offentliggjort. De ble "løftet" tilbake til analyseavdelingen mandag 27. september og publiserte analysen dagen etter. Prospektet vedrørende oppkjøpet og emisjonene ble offentliggjort onsdag 29. september.*



*Vi legger til grunn at analytikerne i perioden 15-20. september mottok detaljert informasjon om den oppkjøpte virksomheten. Det ble blant annet avholdt et personlig møte med ledelsen i det selgende selskap. Analytikerne har videre hatt tilgang til et salgsprospekt ("Information Memorandum and Management Presentation on DBB") utarbeidet av selger og deres rådgivere, og har lest et tidlig utkast til emisjonsprospekt før dette ble ferdigstilt og offentliggjort. Av brevet til Norges Fondsmeglerforbund, datert den 1. november, fremgår at analytikerne blant annet fikk tilgang til tallmateriale for DDBs anslag for 2000 (presisert til å være frem til 30. juni 2000) knyttet blant annet til salg og bruttofortjeneste.*

*Oslo Børs har på denne bakgrunn vanskelig for å forstå Alfred Berg når det hevdes at analytikerne ikke har hatt tilgang til innsideinformasjon.*

*Verdipapirhandelens utgangspunkt er at det skal være såkalte "chinese walls" mellom rådgivnings- og analysevirksomheten i verdipapirforetak. Oslo Børs har forståelse for at det for enkelte oppdrag kan være behov for å trekke på den kompetanse og kunnskap analytikere sitter på. I slike tilfeller blir det særlig viktig at prosessen håndteres på en slik måte at det ikke kan stilles spørsmål ved om analytikerne eller deres kunder oppnår fordeler de ellers ikke ville fått.*

*Oslo Børs finner det kritikkverdig at analytikerne fikk påbegynne arbeidet med analysen før de ble "løftet" tilbake til analyseavdelingen, samt at analysen ble publisert før prospektet ble offentliggjort. Denne fremgangsmåten har utvilsomt bidratt til å skape usikkerhet om nevnte analytikere fikk fordeler av at de bistod rådgivningsavdelingen i dette oppdraget, og således bidratt til å skape usikkerhet hvorvidt informasjon var ulikt fordelt i markedet. I denne forbindelse vises til børssirkulære nr. 15/99, som blant annet påpeker at det på en ryddig måte må sondres mellom meglerhusenes ulike roller overfor ett og samme selskap, som for eksempel analytiker eller tilrettelegger. Oslo Børs har for øvrig merket seg at Alfred Berg i etterkant har endret sine interne retningslinjer vedrørende "chinese walls" som innebærer innføring av karantenetid for analytikere som deltar i tilretteleggeroppdrag. Oslo Børs er også kritisk til at analysen ikke inneholdt noen omtale av den rolle de omtalte analytikerne eller verdipapirforetaket for øvrig hadde i forbindelse med transaksjonen.*

*Oslo Børs har funnet grunnlag for å gjøre denne kritikken offentlig kjent, og vil sende ut en pressemelding mandag 22. november ca. kl. 12.00. Utkast til pressemelding vil bli oversendt Dem i forkant av offentliggjøring.*

*Oslo Børs reiser videre spørsmål om forholdet innebærer brudd på verdipapirhandelens bestemmelser om minimering av interessekonflikt som fremgår av verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd nr 5, samt god forretningsskikk i henhold til § 9-2. Under henvisning til verdipapirhandelloven § 12-1 tredje ledd oversendes denne saken videre til Kredittilsynet. Saken oversendes også til Norges Fondsmeglerforbunds Ethiske Råd som har angitt at man vil behandle saken.*

#### **Anmodning om sletting av handel (faks av 11.5.99)**

*Handelsregeler for egenkapitalinstrumenter punkt 11 gir Oslo Børs anledning til, dersom det foreligger særlige omstendigheter, å slette omsetninger. Særlige omstendigheter kan være innlysende feil, klare misforståelser mv., dog vil det foretas en særskilt vurdering i hvert enkelt tilfelle.*

*Oslo Børs har lagt til grunn en streng norm i sin praksis på dette området. Dette skyldes flere forhold. For det første er det viktig for Oslo Børs at markedet kan stole på ordreboken ved at de ordre som ligger der er reelle og kan handles på. Det er også et poeng at børsen ikke skal ta fra meglerne det selvstendig ansvar å kontrollerer at de ordre som blir lagt inn er korrekte, både med hensyn til priser og volumer. Oslo Børs finner også grunn til å være svært tilbakeholden med å gripe inn i det som i realiteten er privatrettslige disposisjoner mellom de berørte parter.*

*Oslo Børs har på bakgrunn av sakens faktum, slik den er beskrevet av x, og på grunnlag av de vurderingskriterier som er nevnt ovenfor, ikke funnet å ville annullere handelen på 4.600 aksjer til kurs kr. 160,00 mellom x og y. Oslo Børs kan heller ikke se at det ved den angjeldende transaksjon klart foreligger særlige omstendigheter som "innlysende feil" mv., som nevnt i Handelsregler for egenkapitalinstrumenter punkt 11.*

*Beslutningen i denne sak anses å være overensstemmende med børsen praksis i tilsvarende saker samt avgjørelser i Norges Fondsmeglerforbunds etiske råd.*

*Oslo Børs vil imidlertid benytte anledningen til å påpeke at det forelå en spesiell situasjon knyttet til aksjene i selskapet som kunne tilsi at kjøpende megler burde vist varsomhet med å forplikte seg overfor kunden ved det aktuelle kjøpet.*

### **9.3 Meldeplikt**

**Flagge/meldeplikt – aksjer stillet til disposisjon av primærinnsider overfor tredjepart (brev av 14.4.99)**

*Det vises til gårsdagens telefonsamtale med X hvor De informerte om at en av primærinnsiderene i Y hadde inngått avtale om å stille aksjer til disposisjon overfor en av tegnerene i et foreslått opptatt konvertibelt obligasjonslån. Vi har forstått forholdet slik at aksjene stilles til rådighet for utlån med senere tilbakelevering.*

*Oslo Børs har foretatt en foreløpig vurdering av hvorvidt det nevnte forholdet kan medføre flagge- og/eller meldeplikt for en eller begge av partene i avtalen.*

*Spørsmålet om innlån/utlån av aksjer er i forarbeidene til verdipapirhandelloven i hovedsak behandlet i relasjon til innsidehandelforbudet etter verdipapirhandelloven § 2-1. I Ot.prp. nr. 29 (1996-97) kap. 4.3.2.1 heter det:*

*”Et spørsmål Norges Fondsmeglerforbund og Oslo Børs reiser, er hvorvidt inngåelse av avtale om utlån og innlån av finansielle instrumenter vil omfattes av forbudet. Departementet viser til at det ved endringer i verdipapirhandelloven (vedtatt ved lov 7. juni 1996), åpnes for en utvidelse i bruken av slike låneordninger. Etter departementets syn vil lån og utlån av finansielle instrumenter i utgangspunktet falle utenfor innsidehandelforbudets virkeområde. Hvorvidt det dreier seg om et lån/utlån, eller om det foreligger en realisasjon (kjøp/salg) av de aktuelle finansielle instrumenter, må etter departementets syn bero på en konkret vurdering av det underliggende privatrettslige forholdet mellom partene. En forutsetning for slike låneordninger vil normalt være at innlåneren skal kunne selge de finansielle instrumentene videre til tredjemenn. Dette kan tale for å vurdere forholdet som et*

*kjøp/salg, siden dette er en rettighet som normalt tilkommer eier. På den annen side kan den enkelte avtale ha detaljerte bestemmelser om godtgjørelse til utlåner for mottatt dividende, utbytte og andre fordeler knyttet til det aktuelle instrument. Dette kan tilsi at ordningen i realiteten er et utlån, og at innsidehandelforbudet ikke kommer til anvendelse. Et annet moment i den konkrete vurderingen kan være hvorvidt risikoen for kurssvingninger i utlånsperioden går over på innlåneren, eller om den fortsatt ligger hos utlåner.”*

*Oslo Børs er av den oppfatning at den samme konkrete vurderingen må foretas ved avgjørelsen av om en transaksjon skal anses som lån eller erverv/avhendelse av aksjer i forhold til bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 3-1 om meldeplikt. Verdipapirhandelloven §§ 2-1 og 3-1 gjelder begge forbud mot tegning, kjøp eller salg av finansielle instrumenter.*

*I forbindelse med flaggeplikt er det i verdipapirhandelloven § 3-2 fjerde ledd særskilt angitt at innlån og tilbakelevering av aksjer til utlåner skal regnes som erverv og avhendelse i forhold til flaggebestemmelsen. Flaggeplikten inntreder således ved slike transaksjoner dersom de grenser for eierandel av aksjer som fremgår av verdipapirhandelloven § 3-2 er oppfylt. Bestemmelsen angir ikke hvordan utlåner av aksjene skal forholde seg i forhold til flaggeplikten. Departementet har imidlertid uttalt følgende om dette forhold i Ot. Prp. Nr. 29 (1996-1997) kap. 7.2.1:*

*”Departementet legger til grunn at det i likhet med det som vil gjelde i forhold til innsidereguleringene og reglene om tilbudsplikt, må vurderes konkret om det foreligger et lån eller et erverv/avhendelse. Det vises til nærmere omtale av de momenter som kan ha betydning for vurderinger i punkt 4.2.1.3. Etter departementets syn vil imidlertid hensynet til klarhet og forutberegnelighet kunne tilsi at ethvert innlån av aksjer flagges. Departementet foreslår derfor at innlån av aksjer skal flagges etter bestemmelsens hovedregel. Hvorvidt utlån av aksjer skal flagges vil bero på en konkret vurdering som redegjort for over. (vår understreking)”*

*Den samme konkrete vurdering som nevnt for meldeplikt får dermed også anvendelse for utlåners flaggeplikt.*

*Oslo Børs er på denne bakgrunn og på grunnlag av de opplysninger vi har mottatt i nærværende konkrete sak ikke i stand til å ta nærmere stilling til spørsmålet om flagge-/meldeplikt etter verdipapirhandelloven §§ 3-1 og 3-2 for primærinnsideren i Y og innlåneren av primærinnsiderens aksjer.*

## **9.4 Flagging, vphl § 3-2**

**Anmeldelse – verdipapirhandellovens bestemmelser om flagging (brev av 5.10.99)**

### **Innledning**

*Oslo Børs anmelder med dette X, forretningsadresse Oslo, for brudd på verdipapirhandellovens regler om flagging. Nedenfor gis en nærmere redegjørelse for de rettslige og faktiske sidene ved saken.*

.....

## **Overtrædelsen**

*Overtrædelsen gjelder verdipapirhandelloven § 14-3, tredje ledd, jf fjerde og femte ledd, jf § 3-2 første og femte:*

*For forsettlig eller uaktsomt å ha unnlatt straks å melde til børsen erverv av aksjer og/eller rettigheter til aksjer som notert på norsk børs når ervervet førte til at erververens andel nådde opp til eller passerte 1/10 av aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemmene i selskapet, eller å ha medvirket til dette.*

*Den 18. mai og 11. juni 1999 ervervet X henholdsvis 100.900 og 76.000 aksjer i selskapet Y. X konsernet fikk ved ervervene en andel av aksjer og rettigheter i Y på 11,17 % den 18. mai og 12,35 % den 11. juni. Til tross for at ervervene medførte at X passerte flaggingsgrensen på 1/10, unnlot de straks å sende melding om dette til Oslo Børs. Først 12. august ble slik melding sendt børsen, nesten 3 måneder for sent.*

.....

## **Allmenne hensyn - vurdering av sakens karakter**

*Påtale finner bare sted når allmenne hensyn krever det, jf vphl § 14-3 femte ledd. Det er Oslo Børs oppfatning at slike hensyn foreligger i den aktuelle saken.*

*Hensynet bak flaggingsreglene er omtalt i NOU 1996:2 - Verdipapirhandel, s 88, hvor det bl annet uttales:*

*"Bakgrunnen for innføring av flaggereglene var i sin tid at det hadde forekommet at enkeltpersoner eller grupper hadde foretatt, eller forsøkt å foreta, skjulte oppkjøp av større aksjeposter i norske selskaper. I Ot prp nr 72 (1984-85) uttaler justisdepartementet i denne sammenheng:*

*"Forslaget har til formål å sikre at selskapet og aksjemarkedet straks blir gjort kjent med oppkjøp som endrer eierstrukturen i selskapene."*

*I fortalen til Rdir 88/627 er det vist til at felles regler om meldeplikt bl a er fastsatt ut fra følgende betraktninger:*

*"En politikk på verdipapir-området som tar sikte på at investorene skal gis fyllestgjørende informasjon, er egnet til å gi investorene et bedre vern, å øke investorenes tillit til verdipapirmarkedene og på denne måten sikre at markedet fungerer som det skal." .."*

*Det vises for ordens skyld til verdipapirhandellovutvalgets bemerkninger i NOU 1996:2 side 95 der det heter:*

*"Etter utvalgets syn er bøtestraff et egnet sanksjonsmiddel i forhold til overtrædelse av flaggingsreglene. I det følger av Rdir. 88/627 art. 15 at "medlemsstatene skal fastsette passende sanksjoner for det tilfelle at fysiske personer eller rettssubjekter og selskaper som nevnt i artikkel 1 nr. 1 ikke overholder bestemmelsene i dette direktiv.*

*.. I samsvar med det som har vært praksis i de senere år, legger utvalget til grunn at det normalt bare vil være ved gjentatte eller grovere brudd på flaggingsreglene, at saken oversendes påtalemyndigheten og det utferdiges forelegg eller reises tiltale. Særlig bør det vektlegges om regelbruddet er skjedd for å skjule nettopp slike kursrelevante viktige eierskifter som reglene tar sikte på å informere markedet om."*

*En såvidt betydelig andel som 10 % av aksjene i selskapet vil kunne være en indikasjon på strategisk interesse i selskapet, for eksempel ønske om å oppnå kontroll eller foreta oppkjøp. Det kan også være indikasjon på et ønske om å forhindre andre aksjonærer i å realisere slike ønsker.*

*Grensene for flaggeplikt er blant annet knyttet til strategiske viktige terskler etter aksjeretten, jf NOU 1996:2 side 93 venstre spalte. En aksjonær som eier 10 % eller mer av aksjene i et selskap kan forhindre en oppkjøpers fullstendige overtagelse av selskapet, fordi tvangsinnløsning av aksjonærer som ikke aksepterer et tilbud bare kan gjøres av aksjonær som eier mer enn 90 % av aksjene og stemmene i selskapet, jf allmennaksjeloven § 4-25. I forhold til strategiske interesser som ønsker fullstendig overtagelse vil tilstedeværelsen av slike aksjonærer påvirke et mulig oppkjøp. 10% av aksjene gir dessuten tilstrekkelig flertall for å kreve granskning, jf allmennaksjeloven § 5-25 annet ledd.*

*Informasjon om slike transaksjoner vil derfor - etter omstendighetene - kunne ha betydning for investorenes investeringsbeslutninger, og derved på kursen på verdipapiret.*

*I forhold til de aksjerettslige rettigheter knyttet til flaggegrensen på 10 % er det uten betydning om overskridelsen av flaggegrensen er stor eller liten. I forhold til øvrige formål med flaggereglene, må overtredelsens alvor anta å øke med overtredelsens størrelse.*

*Overtredelsens varighet - forsinkelsen - kan også ha betydning for sakens alvor, og derved for om det foreligger allmenne hensyn for straff. At flagging skal skje "straks avtale om erverv.. er inngått" er strengere enn Rdir 88/627 som krever at melding skal sendes innen syv dager. Den norske regelen er spesielt begrunnet i NOU 1996:2 – verdipapirhandel side 94, første spalte, annet avsnitt. Begrunnelsen er forebyggelse av skjevfordeling av kurssensitiv informasjon mellom investorene, se også Ot prp nr 29 (1996-97) kap 7.2.2.*

*Xs aksjeerverv har i perioden fra 14. mai blitt omtalt i pressen. Markedet har således kjent til Xs posisjoner i aksjer, pressen har hatt tilgang til dette via selskapets aksjebok. Det har således vært omtalt i pressen den 17.6.99 at X eide 9,97 % av aksjene i Y. Fordi opplysninger om Xs rettigheter ikke har vært kjent, er det imidlertid lagt til grunn at total andel i hele perioden ikke overstred flaggegrensen. X har kommentert sine andeler i avisoppslagene, men ikke korrigerert for rettigheter. Oslo Børs legger til grunn i denne saken at pressens omtale av saken ikke er formildene. For det første går det minst 4 dager før VPS er oppdatert. Videre kan det ikke avhjelpe situasjonen at pressen selv følger med i aksjeregisteret. Endelig var det kun X som satt på total oversikt over aksjer og rettigheter, og de hadde således en spesiell oppfordring ved presseoppslagene til å kontrollere at opplysningene var korrekte.*

.....

**Flaggingsplikt - aksjefond i ulike land** (faks av 9.3.99)

.....

*De ber i ovennevnte telefax om Oslo Børs' vurdering av om det foreligger flaggingsplikt på konsolidert basis for forvaltningsselskaper som forvalter forskjellige aksjefond. De fremsetter følgende eksempel:*

*Det norske forvaltningsselskapet X forvalter aksjefondene A1 og A2 som hver eier 3 % av aksjene i det norske børsnoterte selskapet "Soft". Aksjefond B som forvaltes av det tyske forvaltningsselskapet Y eier 1 % av aksjene i "Soft". Aksjefond C som forvaltes av det amerikanske forvaltningsselskapet Z erverver 4 % av aksjene i "Soft". Forvaltningsselskapene X, Y og Z er selskaper som inngår i samme konsern med det utenlandske selskap "Holding" som konsernspiss.*

*Oslo Børs legger til grunn, i henhold til tidligere praksis, at aksjer eiet av forskjellige verdipapirfond forvaltet av forskjellige forvaltningsselskaper innenfor samme konsern, ikke skal være gjenstand for konsolidering i medhold av verdipapirhandelloven § 3-2 sjette ledd, jf § 1-5, med den følge at flaggeplikt utløses. Oslo Børs viser i denne forbindelse til uttalelser i NOU 1996:2 s 93/94 hvor det fremgår at et verdipapirfonds aksjeinnehav etter utvalgets syn ikke skal kunne konsolideres med aksjer som innehas av selskaper i samme konsern som det forvaltningsselskap som forvalter aksjefondet. Det er Oslo Børs' oppfatning at en konsolidering enn mindre skal skje av aksjer innehatt av aksjefond forvaltet av forskjellige forvaltningsselskaper innenfor et konsern. En reservasjon fra dette prinsipp må selvfølgelig gjøres hvis det må antas at forvaltningsselskapene på vegne av de enkelte fond har inngått forpliktende samarbeid når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, jf verdipapirhandelloven § 1-5 nr 5.*

.....