

***VEDTAK OG  
UTTALELSER 2000***

***Børsrettsdagene 2001***

***22. og 23. januar 2001***

**Sjefjurist Atle Degré**

<b>1. INNLEDNING</b> .....	<b>4</b>
1.1 GENERELT .....	4
1.2 OVERSIKT OVER BØRSSIRKULÆRER 2000.....	4
<b>2. EMISJONSKONTROLL OG PROSPEKTPLIKT</b> .....	<b>4</b>
2.1 OVERSIKT OVER KONTROLLERTE PROSPEKTER OG TILBUDSDOKUMENTER I 2000.....	4
2.2 PROSPEKTPLIKT .....	7
<i>Spørsmål om prospektplikt - verdipapirhandelloven § 5-1 - fisjon ved tildeling av utbytteaksjer (telefaks av 28.01.00).....</i>	7
<i>Prospektplikt ved konsernfusjon - utstedelse av egne aksjer(brev av 03.04.2000).....</i>	8
<i>To prospekter for én transaksjon - ansvarserklæring (brev av 14.06.00).....</i>	8
<i>Prospektplikt - unntaket i vphl § 5-2 annet ledd, ett eller flere tilbud (brev av 07.08.00).....</i>	9
<i>Aksjetegning over internett (brev av 28.11.00).....</i>	9
<i>Forespørsel vedrørende plikt til å utarbeide tilleggsprospekt etter verdipapirhandelloven § 5-5 annet ledd (brev av 18.09.00).....</i>	10
<i>Prospektplikt - Salg av andeler i non-UCITS fond (telefaks av 10.11.00).....</i>	10
2.3 UNNTAK FOR TILBUD TIL ANSATTE.....	11
<i>Unntak fra prospektplikt iht. verdipapirhandelloven § 5-4 – ansatte i konsern (brev av 07.02.00).....</i>	11
<i>Verdipapirhandelloven § 5-1 og § 5-4 - unntak fra prospektplikt i forbindelse med tilbud til ansatte, ett eller flere tilbud (brev av 21.09.00).....</i>	12
2.4 PROSPEKTETS INNHOLD OG FORM.....	13
<i>Secondary listing - exchange offer - application for exemptions (telefaks av 21.01.00).....</i>	13
<i>Prospekt - bookbuilding - søknad om dispensasjon(brev av 09.06.2000).....</i>	13
<i>Spørsmål om tilleggsprospekt ved bookbuilding (telefaks av 15.03.00).....</i>	14
2.5 KONTROLL AV ANNONSER, KUNNGJØRINGER M.V. ....	14
<i>Kontroll av materiale ifbm. tilbud om kjøp av aksjer og bruk av ”sjokkselger”(brev av 11.08.00) .....</i>	14
<i>Verdipapirhandelloven § 5-7 Tredje ledd – annonser m.v (epost av 14.11.00).....</i>	15
<b>3. OPPTAK TIL KURSNOTERING/NOTERINGSKRAV</b> .....	<b>16</b>
3.1 OVERFØRING AV SELSKAP FRA SMB TIL HOVEDLISTEN .....	16
<i>CanArgo Energy Corporation – søknad om overføring til hovedlisten (Børsstyrevedtak av 17.10.00).....</i>	16
3.2 OPPTAK AKSJER/GRUNNFONDSBEVIS .....	19
<i>Stolt Sea Farm Holdings Plc – søknad om notering på hovedlisten – Founder-share(Børsstyrevedtak av 20.06.00).....</i>	19
<i>TeleComputing ASA – søknad om opptak til notering, primært på hovedlisten, sekundært på SMB-listen (Børsstyrevedtak 20.06.00).....</i>	23
<i>Telenor ASA – søknad om notering på hovedlisten på Oslo Børs (Børsstyrevedtak av 14.11.00).....</i>	27
<i>Global Geo Services ASA – klage over vilkår for opptak til børsnotering (Protokollutskrift fra børsstyrets møte 20.12.00).....</i>	31
3.3 OBLIGASJONER.....	37
<i>Ad endring av lånekontrakt (brev av 13.12.00).....</i>	37
<b>4. STRYKNING FRA NOTERING</b> .....	<b>38</b>
4.1 STRYKNING.....	38
<i>Sydvaranger ASA – strykning av selskapets aksjer fra notering (Børsstyrevedtak av 22.08.00).....</i>	38
<b>5. INFORMASJONSPLIKT</b> .....	<b>40</b>
5.1 OVERTREDELSESSAKER.....	40
<i>Avgjørelse 25. februar 2000 av klage fra Alcatel STK ASA over børsstyrets vedtak av 18. januar 2000 - spørsmål om informasjonsplikt (Børsklagenemnden - sak 1/2000).....</i>	40
<i>Norman ASA - Overtredelse av informasjonsplikten – strategisk avtale (protokollutskrift fra børsstyrets møte 12.04.00).....</i>	45
<i>Fred Olsen Energy ASA – Overtredelse av informasjonsplikten – avklaring av finansiell usikkerhet i datterselskap (Børsstyrevedtak av 14.03.00).....</i>	49
<i>Avgjørelse av 26. mai 2000 av klage fra Helgeland Sparebank over børsstyrets vedtak av 12 april 2000 – spørsmål om informasjonsplikt (Børsklagenemnden – sak 3/2000).....</i>	58
<i>Avgjørelse av 19. juni 2000 av klage fra Olav Thon Eiendomsselskap ASA over børsstyrets vedtak 12. april 2000 - overtredelsesgebyr for for sen vedtakelse og offentliggjøring av delårsrapport for siste delår 1999. (Børsklagenemnden - sak 4/2000).....</i>	62

Storebrand ASA – for sen vedtakelse og offentliggjøring av delårsrapport for fjerde kvartal 1999 (Protokollutskrift fra børsstyrets møte 12.04.00).....	64
Avgjørelse av klage fra Steen & Strøm ASA over børsstyrets vedtak 12. april 2000 - overtredelsesgebyr for for sen vedtakelse og offentliggjøring av delårsrapport for fjerde kvartal 1999 (Børsklagenemnden - sak 5/2000).....	64
<b>5.2 INFORMASJON PÅ ENGELSK.....</b>	<b>66</b>
Selskap som er gitt tillatelse til å gi informasjonsplikt på engelsk .....	66
Stepstone ASA - søknad etter børsforskriftens § 23-5 om å gi opplysninger etter børsforskriften på engelsk(vedtak 12.04.00).....	66
<b>5.3 SELEKTIV INFORMASJONGIVNING.....</b>	<b>69</b>
Forslag til endring av børsforskriften §§ 5-1 og 10-1 - tiltak mot ulovlig innsiddehandel mv. ....	69
<b>5.4 UTTALELSER OM INFORMASJONSPLIKT.....</b>	<b>71</b>
Informasjonsplikt etter børsforskriften § 5-2 annet ledd nr 1 – avtale om å utstede aksjer (telefaks av 18.12.00).....	71
<b>5.5 LØPENDE DAGLIG MULKT.....</b>	<b>72</b>
InfoStream ASA - Løpende daglig mulkt ved manglende oppfyllelse av informasjonsplikten.....	72
<b>6. FRIVILLIG TILBUD OG TILBUDSPLIKT.....</b>	<b>75</b>
<b>6.1 TILBUDSPLIKT.....</b>	<b>75</b>
Spørsmål om tidspunkt for tilbudsplikt ved fisjon (brev av 08.05.00).....	75
Odffjell ASA - spørsmål om tilbudsplikt - erverv fra nærstående - nedsalg (brev av 08.05.00).....	75
Spørsmål vedrørende tilbudsplikt – interne og etterfølgende erverv (brev av 13.09.00).....	76
Polar Holding ASA - Spørsmål om tilbudsplikt for Christian Rieber m.fl. – egne aksjer (brev av 15.08.00).....	78
<b>6.2 TILBUDSPRIS.....</b>	<b>78</b>
FOE - Tilbudspris i forbindelse med frivillig tilbud på Navis ASA (brev av 22.11.00).....	81
NAVIS ASA – Pliktig tilbud fra Fred Olsen Energy ASA(telefaks av 22.12.00 til aksjonær).....	81
<b>6.3 VEDTEKTSFESTET TILBUDSPLIKT.....</b>	<b>82</b>
Ad Kværner ASA - Forslag til vedtektsendring (brev av 15.09.00).....	82
<b>6.4 KONSOLIDERING.....</b>	<b>83</b>
Konsolideringsspørsmål i Borgestad ASA(brev av 25.10.00).....	83
Spørsmål om konsolidering med mer-enn-50 %-eier som ikke er morselskap (brev av 07.03.00 og 22.03.00).....	87
Eltek ASA - Spørsmål om konsolidering– Forpliktende avtale (brev av 14.09.2000).....	89
<b>6.5 TILBUDSPLIKT OG TVANGSINNLSNING.....</b>	<b>90</b>
Tvangsinnløsning av aksjer under akseptperioden for pliktig tilbud (brev av 07.12.00).....	90
Vedr klage over behandling som minoritetsaksjonær i Mikkelservice ASA (brev av 02.10.00).....	95
<b>6.6 MÅLSKAPETS UTTALELSE.....</b>	<b>96</b>
Tilbud om kjøp av aksjene i Polar Holding ASA – Selskapets uttalelse (brev av 10.01.01).....	96
<b>7. MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER .....</b>	<b>96</b>
Atlantic Securities ASA – brudd på god forretningsskikk i unoterte verdipapirer (Protokollutskrift fra børsstyrets møte 23.05.00).....	96
First Securities ASA – brudd på rapporteringsplikten for avtalte omsetninger(Protokollutskrift fra børsstyrets møte 23.05.00).....	102
<b>8. INNSIDE – HANDLEFORBUD .....</b>	<b>103</b>
NCL - søknad om unntak fra handleforbud etter verdipapirhandelloven § 2-3 siste ledd (brev av 13.01.00).....	103
SRG - kapitalforhøyelse garantikonsortiets tegning (brev av 31.01.00).....	105
Dispensasjon fra handleforbudet i verdipapirhandelloven § 2-3 fortrinnsrett (brev av 06.07.2000).....	106
Søknad om dispensasjon fra det periodiske handleforbudet – overdragelse til heleiet selskap (telefaks av 08.12.00).....	106
Dispensasjon fra handleforbudet i verdipapirhandelloven § 2-3 – restrukturering for.....	106
rederibeskatning (brev av 18.12.00).....	107
<b>9. DIVERSE.....</b>	<b>107</b>
Vedrørende bruk av OBX indeks (brev av 22.03.00).....	107
Grunnfondsbevisenes plass i Oslo Børs' indeksstruktur (brev til Sparebankforeningen av 26.04.2000).....	108

# 1. Innledning

## 1.1 Generelt

Kompendiet består av utdrag fra de vedtak, brev og andre uttalelser som i løpet av året antas å ha interesse fordi de illustrerer fortolkninger eller praksis. Gjengivelsen her er i noen grad tilpasset offentliggjøring blant annet ved anonymisering og tilpasning av overskrifter. Gjengivelsen vil derfor kunne avvike noe fra den nøyaktige teksten vedtak eller uttalelser.

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

Børsklagenemndens vedtak, enkelte av børsstyrets vedtak og børs sirkulærer publiseres i børsens publikasjon: *Oslo Børs – Vedtak & Sirkulærer*. Denne er tilgjengelig som abonnementsserie, som samles i bokform ved årets slutt. Sirkulærene legges løpende ut på [www.ose.no](http://www.ose.no) hvor også den samlede årsutgaven av *Vedtak og Sirkulærer* finnes tilgjengelig. For å unngå at dette kompendiet skal bli for omfangsrikt er derfor bare deler av disse vedtakene inntatt her. For sirkulærer er det kun inntatt en innholdsoversikt.

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

## 1.2 Oversikt over børs sirkulærer 2000

*Nr. 9/2000 14.12.2000 Innhold i prospekt utarbeidet i forbindelse med offentlig emisjon og/eller søknad om børsnotering av obligasjonslån*

*Nr. 8/2000 01.12.2000 Sletting av omsetninger - presisering samt gjeldende praktisering*

*Nr. 7/2000 02.10.2000 Endringer i standard sekundærnoteringsavtale*

*Nr. 6/2000 10.04.2000 Presisering av børs sirkulære nr. 19/99 vedr. prosedyrer og krav ved opptak av nye selskaper ved Oslo Børs' hovedliste, SMB-liste og liste for grunnfondsbevis*

*Nr. 5/2000 04.04.2000 Distribusjon av prospekt/lånedokumentasjon for obligasjonslån*

*Nr. 4/2000 14.03.2000 Endringer i Handelsreger for Egenkapitalinstrumenter*

*Nr. 3/2000 24.02.2000 Anbefaling om å offentliggjøre opplysninger etter børsforskriften, års- og delårsrapporter, prospekter mv. både på norsk og engelsk*

*Nr. 2/2000 09.02.2000 Oversendelse av pressemeldinger via børsens selskapsmeldingsystem*

*Nr. 1/2000 03.01.2000 Avgifter 2000*

## 2. Emisjonskontroll og prospektplikt

### 2.1 Oversikt over kontrollerte prospekter og tilbudsdokumenter i 2000

Selskap	Prospektinnhold	Godkjent
Associated Bulk Carriers	Introduksjon og spredningssalg	13.06.2000
Avantor/Industrifinans Næringseiendom	Fisjon/10 % prospekt	23.02.2000
Avenir ASA	Frivillig tilbud fra Merkantildata	07.03.2000
Avenir ASA	Pliktig tilbud fra Merkantildata	02.05.2000
Belships ASA	Off. emisjon	10.05.2000
Brøvig ASA	Offentlig emisjon ved book- building	15.11.2000

Brøvig Offshore ASA	Fortrinnsrettsem., oppkjøp og ret. em.	21.02.2000
Brøvig Offshore ASA	Fortrinnsrettsemisjon	25.05.2000
Byggma ASA	Fortrinnsrettsemisjon	26.04.2000
CanArgo Energy Corp	Rettet emisjon	25.08.2000
CanArgo Energy Corp	Rettet emisjon	220900
Choice Hotels Sc. ASA	Fisjon	06.06.2000
CorrOcean ASA	Fusjon med Safetec Nordic AS (trekantfusjon)	21.11.2000
Crew Development Corp.	Rettet emisjon	30.08.2000
Customax ASA	Intro og emisjon	22.05.2000
District Offshore ASA	Fusjon med DOF rederi	26.05.2000
Dyno ASA	Pliktig tilbud	01.09.2000
EDB Business Partner ASA	Fortrinnsrettsemisjon	04.05.2000
E-Line Group	Rettet emisjon mot Telenor Venture	06.04.2000
Eltek	Rettet emisjon ved kjøp av PCP	09.10.2000
Empress Ltd	Intro og emisjon	04.des
Evercom Network	Utfisjonering av Tech Computers	23.05.2000
Exense ASA	Intro	14.08.2000
Expert Eilag	Intro, off.emisjon	03.04.2000
Fesil	Pliktig tilbud fra Tensil	29.06.2000
Fesil ASA	Frivillig tilbud fra Globe Metallurgical Inc.	06.09.2000
Fjord Seafood ASA	Introduksjon	18.08.2000
Fjord Seafood ASA	Offentlig emisjon	Avlyst
Fosen Trafikklag	Offentlig emisjon med fortrinnsrett	10.11.2000
Frontline	Rettet em, konv av lån, videresalg	31.03.2000
Global Geo Services ASA	Introduksjon og spredning	21.11.2000
Global Geo Services ASA	Tilleggsprospekt ved forlenget tilbudsperiode annenhåndssalg	I/A
Hafslund	Konsernfusjon med Elkem Energi	29.03.2000
Hands ASA	Introduksjon og spredningssalg	19.09.2000
Hansa Borg Bryggerier ASA	Introduksjon, videresalg	utsatt
Hardanger Sunnh. DS ASA	Pliktig tilbud fra Rog. Trafikkelsk.	10.01.2000
Helgeland Sp.bank	Intro.prospekt	10.02.2000
Hitec ASA	Frivillig tilbud m/oppgjør i aksjer i NOI	10.01.2000
Hitec ASA	Pliktig tilbud fra Nat. Oilwell	04.04.2000
Hydralift ASA	Fisjon (utfisjonering av Sinvest ASA)	22.des
IGroup ASA	Introduksjonsprospekt	25.05.2000
Inaq Invest ASA	Off.emisjon, friv.kontr, ikke notert	
Industrifinans Forvaltning	Frivillig tilbud fra Alfred Berg	28.06.2000
Industrifinans Forvaltning	Pliktig tilbud fra Alfred Berg	14.07.2000
Industriinvestor	Fisjon	23.06.2000
Industriinvestor	Fusjon med Telecast Group AS	22.12.2000
InfoStream ASA	Frivillig tilbud og emisjonsprospekt fra Integra S.A	13.03.2000
InfoStream ASA	Pliktig tilbud fra Integra S.A.	22.05.2000
Int. Gold Expl.	Rettet emisjon	21.07.2000
Intellinett ASA	Introduksjonsprospekt	11.09.2000
Itera ASA	Fusjon med Objectware	21.02.2000
Ivar Holding ASA	Pliktig tilbud fra Abaco	30.06.2000
Kredittbanken ASA	Fortrinnsrettsemisjon	02.03.2000
Kredittbanken ASA	Offentlig (sprednings-)emisjon	06.07.2000

Kredittkassen	Frivillig tilbud fra Merita Nordbanken	20.06.2000
Kredittkassen	Pliktig tilbud fra Nordea (Merita Nordb.)	
Kristiansand Dyrepark ASA	Pliktig tilbud fra Braganza ASA	10.01.1999
Kværner	Fortrinnsrettsemissjon	23.jun
Kværner ASA	Rettet emisjon A-klassen	07.09.2000
Kværner ASA	Tilbudsdok. AMA, oppgjør i aksjer	07.09.2000
Leif Høegh & Co ASA	Fortrinnsrtettermisjon	03.04.2000
Medicult a/s	Rettet em./not. av kjøpsretter/videresalg	02.02.1999
Medicult a/s	Rettet emisjon	29.06.2000
Medicult a/s	Rettet emisjon, spredningssalg	22.11.2000
Medi-Cult A/S	Fortrinnsrettsemissjon	avblåst
Mercur Subsea Products	Fusjon med Well Service Techn. Int.	05.05.2000
Merkantildata	Rettet emisjon med oppgj i Ave og Prv	02.05.2000
Merkantildata	Rettet emisjon	22.06.2000
Mindex ASA	Pliktig tilbud fra Crew Developm.Corp.	19.01.2000
Moelven Industrier ASA	Rettet emisjon (10% -prospekt, tingsinnsk.)	11.02.1999
Mosvold Shipping LTD.	Fortrinnsrettsemissjon	29.05.2000
Mosvold Shipping LTD.	Rettet emisjon	18.08.2000
Narvesen ASA	Fusjon med Rema	
Natural	Rettet emisjon/videresalg	20.07.2000
Navia ASA	Pliktig tilbud fra KOG	25.05.2000
Navis ASA	Frivillig tilbud som pliktig tilbud	06.des
NCL Holding ASA	Pliktig tilbud fra Arrasas Limited	14.01.2000
Nera ASA	Offentlig emisjon	09.05.2000
NetCom	Pliktig tilbud fra TeleDanmark	14.06.2000
NetCom	Pliktig tilbud fra Telia	15.07.2000
Nomadic Shipping	Fortrinnsrettsemissjon	05.12.2000
Nordic Water Supply	Rettet emisjon	03.02.2000
Nordic Water Supply	Off. fortrinnsrettsemissjon	02.06.2000
Norkom ASA	Introduksjon og spredningssalg	19.10.2000
Norsk Lotteridrift ASA	Frivillig tilbud fra NLD Forvaltning AS	28.02.2000
Norsk Lotteridrift ASA	Pliktig tilbud fra UBS (via NLD Forva.)	16.05.2000
Norsk Vekst ASA	Fisjon	18.05.2000
Norske Skogindustrier ASA	Rettet emisjon og kjøp virksomhet	16.05.2000
Northern Offshore Ltd.	Introduksjon og annenhåndssalg	09.11.2000
Nutri Pharma ASA	Introduksjons- og emisjonsprospekt	04.04.2000
Nutri Pharma ASA	Tilleggsprospekt	10.05.1999
Ocean Rig	Rettet emisjon + kov. Lån	09.06.2000
Odfjell ASA	Rettet emisjon	10.05.2000
Office System	Rettet emisjon og fisjon	17.07.2000
Otrum Electronics	Kjøp av eiendeler/virksomhet og fortrinnsrettsemissjon	07.06.2000
Photocure ASA	Intro, off. emisjon	10.05.2000
Polar Holding ASA	Frivillig tilbud fra DOF Holding AS	26.04.2000
Polar Holding ASA	Pliktig tilbud fra G. C. Rieber & Co	29.12.00

Profdoc ASA	Rettet emisjon	25.04.2000
Provida ASA	Fisjon og børsintroduksjon av Banxolutions	01.02.2000
Provida ASA	Frivillig tilbud fra Merkantildata	07.03.2000
Provida ASA	Pliktig tilbud fra Merkantildata	02.05.2000
Proxima	Frivillig tilbud fra InFocus (aksjevederlag)	09.05.2000
Proxima	Pl. Tilbud fra In Focus	12.07.2000
Sait -Stento	Off. emisjon av aksjer+warrants	16.06.2000
Scandinavia Online AB	Intro og emisjon	23.05.2000
Scandinavian Retail Group	Fortrinnsrettsemisjon	03.02.2000
Selmer ASA	Frivillig tilbud fra Skanska	16.05.2000
Selmer ASA	Pl. Tilbud fra Skanska	18.07.2000
Sense Communication ASA	Introduksjon, konvertibelt lån	
SensoNor ASA	Fortrinnsrettsemisjon	01.02.2000
SensoNor ASA	Fortrinnsrettsemisjon og rettet emisjon	28.06.2000
SensoNor ASA	Rettet emisjon	11.12.2000
Sonec/Kitron	Fusjon	28.03.2000
Sparebanken Flora -Bremanger	Emisjon av gfb, søkn om børsnotering	16.03.2000
Sparebanken Flora -Bremanger	Tilleggsprospekt	I/A
Stavdal ASA	Frivillig tilbud fra Veidekke	20.01.2000
Stavdal Maskinutleie	Pliktig tilbud fra Veidekke	01.03.2000
Stento	Frivillig tilbud fra Sait (aksjevederlag)	31.03.2000
Stento	Pliktig tilbud	13.06.2000
StepStone ASA	Off.emisjon/Intro.prospekt	23.02.2000
Stolt Comex Seaways	Rettet emisjon/kap. 19 a	18.05.2000
Stolt Sea Farm	Intro og emisjon	13.06.2000
Stolt-Nielsen S.A.	Tilbud om konv. fra common- til B-aksjer	31.01.2000
Synnøve Finden Meierier	Konv. obligasjonslån	fra obl.avd.
Technor ASA	Fortrinnsrettsemisjon	06.12.2000
Teco Maritime ASA	Fusjon med Strømme	
Telecomputing ASA	Intro og emisjon	29.06.2000
Telenor ASA	Emisjon/videresalg, introduksjon	13.11.2000
Unit 4 N.V.	Tilbudsdok. Introprospekt	
Veidekke ASA	Fortrinnsrettsemisjon	31.03.2000
Waterfront Shipping	Pliktig tilbud fra Kistefos	22.03.2000
Webcenter Solutions ASA	Kap.forh + intro	16.05.2000
Westert Bulk Shipping ASA	Fisjon (utfisjonering av Stove Shp.)	21.12.2000
Wicom ASA	Fusjon, fisjon, emisjon	

## 2.2 Prospektplikt

### **Spørsmål om prospektplikt - verdipapirhandelloven § 5-1 - fisjon ved tildeling av utbytteaksjer (telefaks av 28.01.00)**

*De ber i nevnte telefaks om Oslo Børs' vurdering av hvorvidt en fisjon av et utenlandsk selskap hvor samtlige aksjonærer i selskapet mottar utbytteaksjer i det utfisjonerte selskapet danner grunnlag for prospektplikt. Såfremt generalforsamlingen i selskapet vedtar fisjon, vil samtlige aksjonærer automatisk motta aksjene i det utfisjonerte selskapet uavhengig av om eller hva den enkelte aksjonær har stemt på generalforsamlingen.*

*Oslo Børs er av den oppfatning at gjennomføring av fisjonen slik denne er beskrevet i Deres telefaks ikke*

medfører prospektplikt etter verdipapirhandelloven § 5-1.

### **Prospektplikt ved konsernfusjon - utstedelse av egne aksjer** (brev av 03.04.2000)

Det vises til Deres telefaks 31. mars 2000 med spørsmål om det oppstår prospektplikt ved konsernfusjon hvor vederlagsaksjene tas fra morselskapets beholdning av egne aksjer.

Den skisserte transaksjonen er beskrevet slik:

"Det børsnoteerte norske allmennaksjeselskapet B vil bli innfusjonert i det norske aksjeselskapet C som er et heleiet datterselskap av det børsnoteerte norske allmennaksjeselskapet A. Fusjonen vil bli gjennomført etter reglene for trekantfusjoner. Aksjonærene i B vil således motta vederlag i form av aksjer i A. Disse aksjene vil bli tatt fra A's beholdning av egne aksjer. Det vil således ikke bli gjennomført noen kapitalutvidelse i A. Pålydende verdi på, og markedsverdien av, vederlagsaksjene som aksjonærene i B vil motta utgjør mindre enn 10 % av henholdsvis aksjekapitalen i, og den samlede markedsverdien på aksjene i, A."

Etter børsforskriften § 17-1 annet ledd er utarbeidelse av fusjonsprospekt ikke nødvendig når bare ett av de fusjonerende selskapene er børsnoteert, og pålydende- eller markedsverdi av de aksjene som utstedes i forbindelse med fusjonen utgjør mindre enn 10 % av tilsvarende verdi av aksjekapitalen i samme klasse som allerede er notert. Etter ordlyden og børsens praksis anses ikke morselskapet som et "fusjonerende selskap". Dette er også i samsvar med forståelsen av aksjelovene § 13-1, jf Ot prp nr 36 s 237. Børsforskriften § 17-1 er nok ikke skrevet med tanke på denne type konsernfusjoner, men hvor aksjene utstedes av ett av de fusjonerende selskapene. Med den gitte ordlyd kan vi likevel ikke se at det er grunnlag for å kreve prospekt.

Etter børsens oppfatning utløses heller ikke prospektplikt etter børsforskriften § 18-1 når børsnoteert selskap kun anvender egne aksjer som fusjonsvederlag.

For ordens skyld nevnes at aksjonærene i det fusjonerende børsnoteerte selskapet og markedet forøvrig vil bli kjent med transaksjonen gjennom selskapets informasjon etter børsforskriften §§ 5-2 og 5-3, og gjennom den dokumentasjon som etter allmennaksjeloven skal sendes aksjonærene i forkant av generalforsamlingen, og derved skal sendes børsen og offentliggjøres etter børsforskriften § 5-6.

### **To prospekter for én transaksjon - ansvarserklæring** (brev av 14.06.00)

Det er, etter hva vi kan se, prinsipielt ikke noe til hinder for at det utarbeides ett internasjonalt prospekt med sikte på institusjonelle investorer og ett norsk prospekt for distribusjon til norske husstander som beskrevet i Deres telefaks. Hvert prospekt bør imidlertid inneholde opplysninger om at det andre prospektet eksisterer og hvor det finnes tilgjengelig.

At det utgis et internasjonalt prospekt med høyere detaljeringsgrad enn det norske vil i utgangspunktet ikke ha betydning for innholdet i det norske prospektet. Det norske prospektet skal på selvstendig grunnlag oppfylle alle børsforskriftens og verdipapirhandellovens krav til innhold i prospekter. I tillegg til de detaljerte kravene etter børsforskriften kap 18 jf 15 skal prospektet også vurderes i forhold til de generelle innholdskravene i børsforskriften § 14-1 og verdipapirhandelloven § 5-1. Innholdet i det internasjonale prospektet vil etter en konkret vurdering kunne gi en indikasjon på forhold som også må dekkes i det norske prospektet f.eks fordi det anses som "særlige forhold hos selskapet", jf bf § 14-1. Det at opplysningene er inntatt i det internasjonale prospektet skal imidlertid ikke være avgjørende for om opplysningene skal inntas i det norske prospektet.

Gjenstand for børsens godkjenning er det (de) prospekt som skal tjene som introduksjonsprospekt etter børsforskriften kap 16 og som skal tjene som tegningsgrunnlag overfor norske investorer i det norske verdipapirmarkedet i et omfang som nevnt i verdipapirhandelloven § 5-1 og som ikke er unntatt etter §§ 5-2 eller 5-4. Hvis begge prospekter hver for seg skal kunne tjene som tegningsgrunnlag i det norske markedet vil altså begge prospekter måtte forelegges Oslo Børs for kontroll etter § 5-7. Det internasjonale prospektet må altså kunne gjøres tilgjengelig som en tilleggsinformasjon også i det norske markedet uten at kontroll vil være nødvendig, så lenge det ikke distribueres sammen med tegningsblanketter til norske investorer. Det vil likevel kunne distribueres til investorer i det norske markedet som tegningsgrunnlag så lenge det kun skjer til investorer som er unntatt etter



verdipapirhandelloven §§ 5-2 eller 5-4, og det uttrykkelig fremgår at prospektet ikke er kontrollert av Oslo Børs.

Vi nevner for ordens skyld at det mer detaljerte prospektet ved opptak til notering vanskelig vil kunne holdes utlgjengelig for norske investorer, men det er så vidt vi forstår heller ingen problemstilling her.

De reiser også spørsmål om det i ansvarserklæringen til det norske prospektet kan gjøres et tillegg om det internasjonale prospektet som nærmere angitt i Deres telefaks. Etter børsens oppfatning er det som nevnt viktig at de opplysningene som er foreslått som tillegg til standarderklæringen, inntas i prospektet. Børsen vil imidlertid ikke godta at dette inntas som del av styrets erklæring. Erklæringen i det norske prospektet skal være i samsvar med børsforskriften § 14-2 og/eller verdipapirhandelloven § 5-10. Et tillegg som foreslått vil etter børsens oppfatning utgjøre en modifikasjon av ansvarserklæringen som kan oppfattes som en endring av styrets ansvar etter verdipapirhandelloven og børsforskriften

#### **Prospektplikt - unntaket i vphl § 5-2 annet ledd, ett eller flere tilbud (brev av 07.08.00)**

I telefaksen bes det om en klargjøring fra Oslo Børs av hvorvidt det foreligger prospektplikt i et tilfelle hvor det innbys til tegning av aksjer for minimum drøye 10.000 euro, hvor tegneren samtidig forplikter seg til å delta i ytterligere emisjoner over en toårsperiode. Samlet forpliktelse for den enkelte tegner vil være drøye 40.000 euro.

Hovedprinsippene for emisjonen er oppgitt å være:

- (a) Eksisterende aksjonærer samt en del eksterne investorer inviteres til å tegne seg i en emisjon inneværende høst ("første transje"). En betingelse for å få tildelt aksjer i emisjonen er at tegneren samtidig forplikter seg til å delta fremtidige emisjoner som generalforsamlingen vedtar i løpet av en toårsperiode.
- (b) Beløpet tegneren forplikter seg til selskapsrettslig i første transje vil utgjøre ¼ av det totale beløp aksjetegneren binder seg til avtalerettslig.
- (c) Generalforsamlingen vil i sitt emisjonsvedtak vedta et beløp for minstetegning/ minstetildeling for første transje tilsvarende et vederlag på i overkant av 10.000 euro. Samtidig vil generalforsamlingen presisere at det er et krav at tegnere totalt over en toårsperiode forplikter seg til å delta i ytterligere emisjoner, slik at totalforpliktelsen svarer til et vederlag på i overkant av 40.000 euro.

Vphl 5-2 annet ledd gjør unntak fra prospektplikten i vphl § 5-1 i tilfeller hvor det fremsettes tilbud om tegning av verdipapirer som legges ut i enkeltstørrelser med pålydende eller krav på vederlag på minst 40.000 euro. Avgjørende er således hvorvidt det skisserte opplegg innebærer ett eller flere "tilbud". I og med at det ikke er tegningen i den enkelte transje som representerer den enkelte tegners samlede forpliktelse, er Oslo Børs av den oppfatning at "programmet" må ses under ett, slik det her dreier seg om ett tilbud. Unntaket får således anvendelse, slik at det ikke foreligger prospektplikt.

Det gjøres for ordens skyld oppmerksom på at et tilfelle hvor oppdeling i flere transjer er motivert ut fra et ønske om å omgå prospektplikten og hvor første emisjon ikke følges opp av senere emisjoner, lett vil kunne falle utenfor unntaket i vphl § 5-2 annet ledd ut fra omgåelsesbetraktninger.

#### **Aksjetegning over internett (brev av 28.11.00)**

Vi viser til tidligere kontakt i anledning ovennevnte, senest ved Deres brev av i går med vedlagt betenkning fra Wiersholm, Mellbye & Bech.

Hvis børsen som ledd i prospektkontrollen anser at en gjennomføringen av et tilbud vil være ulovlig aksjerettslig eller på annen måte, kan børsen nedlegge forbud mot at det gjennomføres, jf vphl § 5-7 fjerde ledd første og annet punktum. På denne bakgrunn har De bedt om en bekreftelse på at det etter Oslo Børs' syn vil være i overensstemmelse med aksjerettslige regler å tillate tegning og kjøp av aksjer over internett.

Spørsmålet dreier seg nærmere bestemt om en slik ordning vil være i samsvar med allmennaksjeloven § 10-7, jf § 2-10 sammenholdt med § 2-9. Oslo Børs kan ikke se at disse bestemmelsene er til hinder for tegning over internett i henhold til rutiner etablert av Verdipapirsentralen. Børsen har derfor ved flere anledninger det siste året godkjent prospekter hvor det er lagt opp til en slik ordning. Det kan derfor

bekreftes at Oslo Børs ikke vil nedlegge forbud mot gjennomføring av et tilbud under henvisning til vphl § 5-7 fjerde ledd av den grunn at tilbudet åpner for tegning over internett.

### **Forespørsel vedrørende plikt til å utarbeide tilleggsprospekt etter verdipapirhandelloven § 5-5 annet ledd (brev av 18.09.00)**

Problemstillingen er om det må utarbeides tilleggsprospekt etter Verdipapirhandelloven § 5-5 annet ledd dersom Stortinget fatter endelig vedtak om endring i reglene for beskatning av utbytte på aksjer i perioden mellom offentliggjøring av et prospekt og tegningsperiodens utløp. Forutsetningen er at de foreslåtte reglene for beskatning av utbytte er beskrevet i prospektet og at det i prospektet også er informert om at det endelige vedtak om endring i regelverket kan bli truffet før tegningsperiodens utløp.

I henhold for tegningsperiodens utløp til Verdipapirhandelloven § 5-5 annet ledd første punktum skal tilleggsprospekt utarbeides ved

*”Enhver ny omstendighet ... som kan få betydning for vurderingen av verdipapirene, og som fremkommer mellom tidspunktet for offentliggjøring av prospektet og tidspunktet.”*

Det endelige vedtaket fra Stortinget om endring i reglene for beskatning av utbyttet vil i og for seg være en ”ny omstendighet”. I dette tilfellet vil imidlertid investorene ha blitt særskilt informert om risikoen for endring i regelverket for beskatning av utbytte. Dette vil være en risiko som gjør seg gjeldende for alle selskaper som gjennomfører emisjoner i denne perioden og det må antas at Stortingets endelige vedtak vil være gjenstand for bred offentlighet.

Gitt at de foreslåtte reglene for beskatning av utbytte er tilstrekkelig beskrevet i prospektet og at prospektet også informerer om at det endelige vedtak om endring i regelverket kan bli truffet før tegningsperiodens utløp, kan vi ikke se at Stortingets vedtak er en slik ny omstendighet som vil kreve utarbeidelse av tilleggsprospekt etter Verdipapirhandelloven § 5-5 annet ledd.

### **Prospektplikt - Salg av andeler i non-UCITS fond (telefaks av 10.11.00)**

Det vises til Deres e-mail av 6. november, hvor det bes om en vurdering av hvorvidt andeler i "non-UCITS fond" er å anse som "omsettelige verdipapirer" relasjon til vphl § 1-2 tredje ledd, med den konsekvens at prospektreglene i kapittel 5 kommer til anvendelse.

At andeler i norske verdipapirfond faller utenfor følger allerede av ordlyden, i og med at annet ledd nevner "verdipapirfondsandeler" (nr 2) i tillegg til "omsettelige verdipapirer" (nr 1). At bestemmelsen skal forstås slik fremgår også av forarbeidene (NOU 1996:2 s 142 og Ot prp nr 29 (1996-97) s 89). Unntaket synes å bygge på en forutsetning om at "de særskilte reglene i verdipapirfondloven i tilstrekkelig grad ivaretar forbrukerhensyn" (NOU 1996:2 s 142). Spørsmålet er om også andeler i utenlandske verdipapirfond er omfattet. Den motsatte konklusjon forutsetter at slike andeler kan anses som "aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer" i relasjon til § 1-2 tredje ledd nr 1.

Det er naturlig å tolke § 1-2 annet ledd nr 2 slik at også UCITS-fondsandeler er omfattet. Ordlyden gir ingen klar veiledning. De hensyn som ligger til grunn for unntaket, gjør seg imidlertid i stor utstrekning gjeldende også for slike fond, i og med at disse er underlagt lovgivning som i stor grad samsvarer med verdipapirfondloven. En annen tolkning ville for øvrig være i strid med UCITS-direktivet og Rdir 89/298EØF ("prospektsamordnings-direktivet").

Andeler i utenlandske non-UCITS fond som er organisert på lignende måte som norske aksjeselskaper, vil være å anse om "omsettelige verdipapirer" etter vphl § 1-2 tredje ledd nr 1 ("andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer"). For slike fond må det altså utarbeides prospekt etter verdipapirhandelloven. Av betydning for vurderingen om et utenlandsk fond skal likestilles med et norsk aksjeselskap, vil blant annet avhenge av om fondet er åpent eller lukket ("open-end" eller "closed-end") og selskapsrettslig organisering.

Når det gjelder andeler i andre fond – non-UCITS fond både i og utenfor EØS-området – er spørsmålet mer usikkert. Begrunnelsen for å unnta andeler i norske verdipapirfond slår ikke inn i forhold til utenlandske non-UCITS fond, i og med at disse ikke er underlagt reglene i verdipapirfondloven eller lignende regler i UCITS-direktivet. Ordlyden gir heller ingen klar anvisning. På den ene side kan det

anføres at utenlandske fond ikke vil være "verdipapirfond" i forhold til verdipapirfondloven<sup>1</sup>, mens det på den annen side kan anføres at uttrykket "verdipapirfondandeler" i vphl § 1-2 annet ledd nr 2 ikke er knyttet direkte til verdipapirfondloven, men til en norskspråklig tillempling av det tilsvarende unntak i "prospektsamordningsforskriften" (Rdir 89/298/EØF).

Vi har helt kort diskutert spørsmålet med Kredittilsynet, som kunne opplyse at de har hatt et lignende spørsmål til vurdering tidligere. Vi forstår det slik at tilsynet i den saken etter en konkret vurdering kom til at andelene i det konkrete utenlandske non-UCITS fondet kunne anses som "verdipapirfondsandeler" i relasjon til vphl § 1-2 annet ledd nr 2. Følgelig mente tilsynet at det ikke var krav om utarbeidelse av norsk prospekt etter vphl § 5-1. Etter det opplyste var fondet i den konkrete saken organisert på en måte som ikke var helt ulik hva som gjelder for norske fond etter verdipapirfondloven. I tillegg var det utarbeidet prospekt etter kravene i fondets hjemland.

Etter Oslo Børs' oppfatning synes det som en naturlig og forsvarlig løsning innenfor rammene av verdipapirhandelloven og verdipapirfondloven, å legge til grunn en konkret vurdering i det enkelte tilfelle. I likhet med Kredittilsynet utelukker altså ikke børsen at unntaket "verdipapirfondandeler" i vphl § 1-2 annet ledd nr 2, i visse tilfeller kan omfatte andeler i utenlandske non-UCITS fond. Sentrale kriterier ved vurderingen antas å ville være (i) likheten med norske verdipapirfond; (ii) hvorvidt fondet og forvaltningsselskapet er underlagt forsvarlig regulering og kontroll i hjemlandet; og (iii) hvorvidt det er utarbeidet et prospekt etter lignende prinsipper som følger av verdipapirfondloven, på et språk som er forståelig for den norske målgruppen av investorer.

## 2.3 Unntak for tilbud til ansatte

### **Unntak fra prospektplikt iht. verdipapirhandelloven § 5-4 – ansatte i konsern (brev av 07.02.00)**

Selskap A planlegger å tilby ansatte i selskapet og i selskapets datterselskaper å tegne aksjer i selskap A. I selskap A vil 23 personer få tilbud om å tegne, mens om lag 2.600 ansatte i datterselskapene vil motta tilbudet.

Det er opplyst at ansatte i datterselskaper til selskap A' konsern vil motta dette tilbudet, men ikke ansatte i tilknyttede selskaper. Forskjellen mellom datterselskaper og tilknyttede selskaper er ikke forklart nærmere. Av den vedlagte oversikten kan det se ut som om enkelte selskaper regnes for datterselskaper til tross for at selskap A eier under 50% av aksjene i selskapet.

På denne bakgrunn er det reist spørsmål om unntaket fra plikten til å utarbeide prospekt i verdipapirhandelloven § 5-4 også omfatter datterselskaper.

Etter verdipapirhandelloven § 5-4 kommer plikten til å utarbeide prospekt etter § 5-1 ikke til anvendelse:

".....på tilbud fremsatt av et selskap til selskapets ansatte om kjøp eller tegning på særlig gunstige vilkår av verdipapirer utstedt av selskapet."

Det fremgår av forarbeidene, jf Ot prp nr. 29 (96-97) side 93 og 95 at tanken bak bestemmelsen har vært å benytte det unntaket Rdir 98/298 gir for så vidt gjelder:

"verdipapirer som det selskapet som er arbeidsgiver eller et foretak som er tilknyttet dette, legger ut til tegning for selskapets nåværende eller forhenværende ansatte eller til disses fordel."

I forhold til direktivet er det imidlertid lagt inn en tilleggsbetingelse, nemlig at unntaket bare skal gjelde i den grad arbeidsgiver tilbyr aksjer til ansatte på særlig gunstige betingelser. Det er intet i forarbeidene som tilsier at man for øvrig har ment å gi bestemmelsen et snevrere virkeområde enn direktivet, selv om bestemmelsens ordlyd er ulik forsåvidt gjelder foretak som er tilknyttet.

Oslo Børs har tidligere uttalt at hensynet bak unntaket gjelder i like stor grad i forhold til ansatte i eget som i heleiet datterselskap hvor foretaket er organisert som et konsern. Det er videre naturlig å tolke

---

<sup>1</sup> Sml verdipapirfondloven § 3-2: "Betegnelsen verdipapirfond skal fremgå av fondets navn. Bare verdipapirfond kan nytte denne betegnelse i sitt navn eller ved omtale av sin virksomhet. Hvert fond skal ha et navn som klart skiller det fra andre fond."

bestemmelsen slik at også datterselskaper som ikke er heleiet også kan være omfattet av unntaket. Forutsetningen er imidlertid at kun selskaper som inngår i samme konsern etter definisjonen i allmennaksjeloven § 1-3, faller inn under unntaket.

Oslo Børs vil på denne bakgrunn anta at unntaksregelen i verdipapirhandelloven §5-4 kan tolkes slik at den også omfatter tilfeller hvor et morselskap tilbyr aksjer til ansatte i selskaper som inngår i et konsern med morselskapet i samsvar med prinsippene i allmennaksjeloven § 1-3.

**Verdipapirhandelloven § 5-1 og § 5-4 - unntak fra prospektplikt i forbindelse med tilbud til ansatte, ett eller flere tilbud (brev av 21.09.00)**

Det vises til Deres brev datert 18. september 2000 med spørsmål om et planlagt tilbud til ansatte om deltakelse i opsjonsordning er undergitt prospektplikt.

Det er opplyst at tilbudet gjelder kjøp av aksjer i et amerikansk selskap som rettes mot de ansatte i et norsk datterselskap. Det amerikanske morselskapet er notert på New York Stock Exchange. Aksjekjøpsordningen innebærer at de ansatte trekkes 1-10 % av lønn (alternativt et fast trekk på inntil 10% av sin lønn), som samles opp i perioder på 1 måned.

Ved slutten av opptjeningsperioden blir aksjer ervervet på vegne av den ansatte for et beløp tilsvarende den tilbakeholdte lønnen. Den ansattes kjøpspris for aksjene er 85 % av markedsverdien av aksjene på den siste dagen i opptjeningsperioden. Markedsverdien på aksjen er satt til gjennomsnittet av høyeste og laveste salgspris på New York Stock Exchange den aktuelle dagen. Det er opplyst at de ansatte når som helst kan stanse lønnstrekket og kreve at akkumulert lønnstrekk i så fall blir benyttet til å kjøpe aksjer ved utløpet av samme måned. Videre er det opplyst at morselskapet når som helst kan velge ikke å tilby flere aksjer til salg under ordningen.

Det første spørsmålet gjelder hvorvidt grensen på EURO 40.000 i verdipapirhandelloven § 5-1 i dette tilfellet må vurderes isolert for hver enkelt kjøpsperiode på 1 måned, eller om grensen skal vurderes ut fra kjøpsperiodene under ett. Dette er et spørsmål om hvert kjøp av aksjer anses som ett tilbud, eller om hele opsjonsordningen er å anse som ett tilbud.

Isolert sett fremstår hvert enkelt kjøp som ett særskilt tilbud til de ansatte. Vilkårene (emisjonskursen) vil variere med utviklingen i markedskursen for aksjene, og både den ansatte og selskapet kan for hver kjøpsperiode velge om det skal handles aksjer. Basert på de opplysninger vi har mottatt kan vi heller ikke se at det foreligger andre holdepunkter for å anse oppdelingen i kjøpsperioder på en måned som en planlagt omgåelse av reglene om prospektplikt. Oslo Børs er ut i fra dette av den oppfatning at grensen på EURO 40.000 i verdipapirhandelloven § 5-1 i dette tilfellet må vurderes isolert for hver enkelt kjøpsperiode på 1 måned.

Det neste spørsmålet er hvorvidt det beskrevne tilbudet kan anses for å være et tilbud til selskapets ansatte om kjøp på "særlig gunstige vilkår" og derved omfattes av unntaket fra prospektplikt i verdipapirhandellovens § 5-4.

Oslo Børs har i praksis lagt til grunn at unntaksregelen i verdipapirhandelloven § 5-4 kan tolkes slik at den også omfatter tilfeller hvor et morselskap tilbyr aksjer til ansatte i selskaper som inngår i samme konsern.

Etter ordlyden i § 5-4 kreves at det skal foreligge "særlig gunstige vilkår". I forarbeidene er det lagt til grunn at en med dette mener verdipapirer som tilbys til ansatte med "klar rabatt i forhold til markedskursen". Som eksempel er det vist til lovgivningen for beskatning av ansattes erverv av aksjer i egen bedrift (hvor 20 % rabatt for et meget begrenset årlig beløp er lagt til grunn).

Oslo Børs har i praksis uttalt at det i tillegg til den nominelle rabatt må hensyntas øvrige elementer som øker eller minsker den reelle rabatt. Det er således klart at finansieringsordninger og opsjonselementer vil kunne gi en øket reell rabatt, mens bindingstid og omsetningsbegrensninger vil redusere denne.

Den beskrevne ordning inneholder en rabatt på 15 % i forhold til markedskursen. I tillegg slipper de ansatte gebyr på kjøp av aksjene og har begrenset gebyr på salg av aksjene. Vi antar på denne bakgrunn at den beskrevne ordningen anses å gi en klar rabatt i forhold til markedskurs og at kjøpet for de ansatte skjer på "særlig gunstige vilkår". Ordningen er dermed omfattet av unntaket i verdipapirhandelloven §

5-4. Vi presiserer at man her befinner seg i nedre grense for hva som kan anses å være særlig gunstige vilkår.

Som kjent skal opplysninger som nevnt i verdipapirhandelloven § 5-5 med tilhørende forskrifter være tilgjengelig for de ansatte på deres arbeidssted og vi forutsetter at selskapet oppfyller sine forpliktelser i denne sammenheng.

## 2.4 Prospektets innhold og form

### **Secondary listing - exchange offer - application for exemptions (telefaks av 21.01.00)**

We refer to your letter of 21 January 2000 forwarded to us via e-mail. Pursuant to the Securities Trading Act section 5-6 no 1, your letter includes an application for exemptions considering the following prospectus requirements:

1. A list of the company's 20 largest shareholders, the Stock Exchange Regulation section 15-2, subsection 1.2.8. You state that such a list cannot be provided.
2. Estimated market shares of various services, the Stock Exchange Regulation section 15-2, subsection 2.1.5. You state that such estimations are not available.
3. Information of the funding structure, the Stock Exchange Regulation section 15-2, subsection 2.3. You state that such information has not been prepared for 1999.
4. Information on remuneration and shareholdings of board members and management, the Stock Exchange Regulation section 15-2, subsection 5.2. You state that the company is not required by SEC to specify this information in detail.
5. Declaration by the Board of Directors not being publicised in the Norwegian Prospectus, the Stock Exchange Regulation section 14-2. You state that the Board of Directors are willing to provide such declaration to the Oslo Stock Exchange, but would prefer not to include such declaration in the Norwegian Prospectus.

According to the Oslo Stock Exchange's previous practice, we hereby, pursuant to the Securities Trading Act section 5-6 no 1, grant exemption for prospectus issues 1 and 4, as these requirements must be considered to include information of minor significance.

With regard to issue no 2, we regard the description included in document 20-F to comply with the requirement stated in the Stock Exchange Regulation section 15-2, subsection 2.1.5. An exemption is therefore not required.

The Oslo Stock Exchange consider information pursuant to the Stock Exchange regulation section 15-2, subsection 2.3, on the issuer's funding structure, as important for investors and their ability to make well-informed assessment on the issuer's liabilities and financial position. Due to this, the Oslo Stock Exchange will require that the Norwegian Prospectus must include information regarding any significant changes in the funding structure, including new loan agreements, significant changes in interest rates, interest-rate-adjustment clauses or other significant changes in existing loan agreement as compared to the information given in 20-F. The prospectus must also include information to whether there exist other loan terms which substantially restrict the issuer's freedom of action or impose restrictions on the shares' transferability. An exemption with regard to issue no 3 is therefore not granted.

With regard to issue no 5, the Oslo Stock Exchange will require that the declaration by the Board of Directors are included in the Norwegian Prospectus.

### **Prospekt - bookbuilding - søknad om dispensasjon(brev av 09.06.2000)**

Det vises til Deres søknad om dispensasjon fra børsforskriften § 18-3 nr 10 av 8. juni 2000 i forbindelse med tilbud om tegning av aksjer i Stolt Sea Farm Holdings plc.

De opplyser i nevnte brev at tegningskurs samt det eksakte antall aksjer som kapitalforhøyelsen vil omfatte først vil være klart, og derved også bli vedtatt av selskapet styre, ved utløpet av tegningsperioden.

Børsforskriften § 18-3 nr 10 forutsetter at det norske prospektet skal inneholde erklæring fra advokat om at kapitalforhøyelsen er gyldig besluttet av kompetent selskapsorgan. Tilsvarende fastslår

børsforskriften § 18-3 nr 1.1 at generalforsamlingens, eventuelt styrets, beslutning om kapitalforhøyelse skal angis. De opplyser at det, på bakgrunn av ovennevnte, ikke er mulig for selskapets juridiske rådgivere å avgi slik erklæring før børsens kontroll er avsluttet. På denne bakgrunn ber De om dispensasjon fra børsforskriften § 18-3 nr 10. Oslo Børs antar at De implisitt ber om tilsvarende dispensasjon fra børsforskriften § 18-3 nr 1.1.

Oslo Børs gir i medhold av verdipapirhandelloven § 5-6 nr 1 dispensasjon fra kravet etter børsforskriften § 18-3 nr 1.1 og nr 10, slik at disse opplysninger ikke behøver inntas i nevnte prospekt. Det er en forutsetning for slik dispensasjon at transaksjonen, så langt opplysningene er kjent, beskrives i prospektet og at styrebeslutning, samt advokaterklæring oversendes børsen så snart disse er utstedt.

### **Spørsmål om tilleggsprospekt ved bookbuilding (telefaks av 15.03.00)**

Oslo Børs har over noe tid observert at børsens krav om tilleggsprospekt knyttet til dispensasjon for inntak av opplysninger etter børsforskriften § 18-3 nr. 1.1 og 10 i visse situasjoner vil ha begrenset informasjonsverdi for markedet samt medføre ekstra kostnader for tilbyder. Oslo Børs har på denne bakgrunn etter en generell vurdering kommet til at eventuelle dispensasjoner i fremtiden for inntak av opplysninger etter børsforskriften § 18-3, nr. 1.1 og nr. 10 ikke skal være betinget av et senere tilleggsprospekt hvor disse opplysningene inntas, såfremt tilbyder i prospektet gir en tilfredsstillende beskrivelse av det antatt fremtidige emisjonsvedtak samt presiserer at en etterfølgende advokaterklæring vil bli oversendt Børsen. Videre må det klart fremgå av prospektet at tilbyder forplikter seg til å gi markedet informasjon dersom prospektbeskrivelsen av emisjonsvedtaket viser seg å ikke være i samsvar med det endelige vedtak.

På denne bakgrunn finner Oslo Børs også for denne emisjonen å kunne frafalle Børsens krav om tilleggsprospekt slik angitt i vår telefax av 18. februar 2000. Det er en forutsetning for frafallelsesvedtaket at kopi av det endelige generalforsamlingsvedtaket samt original advokaterklæring oversendes Børsen så snart disse er utferdige

## **2.5 Kontroll av annonser, kunngjøringer m.v.**

### **Kontroll av materiale ifbm. tilbud om kjøp av aksjer og bruk av "sjokkselger" (brev av 11.08.00)**

Oslo Børs er blitt bedt om å gi en tilbakemelding på i hvilket omfang børsen ønsker å kontrollere det ulike markedsføringsmateriale som produseres i forbindelse med spredningssalget, samt en vurdering av kravet til fremleggelse av tegningsblankett sammen med prospekt i forhold til et nærmere skissert opplegg for bruk av "sjokkselger".

#### **1. Spørsmålet om kontroll av materiale etter verdipapirhandellovens § 5-7**

Etter verdipapirhandellovens § 5-7 skal "annonser, kunngjøringer m.v." som skal spres eller stilles til rådighet for offentligheten på forhånd oversendes børsen. Børsen skal avgjøre om dokumentene skal kontrolleres før de offentliggjøres.

Uttrykket "annonser, kunngjøringer m.v." må antas å omfatte alt markedsføringsmateriale som ønskes benyttet av tilbyder. I praksis foretar børsen likevel i liten grad kontroll av slike dokumenter. Det er dog en underliggende forutsetning at alle dokumenter viser til det prospekt som skal utarbeides og klargjør at tegning eller bestilling av aksjer må foretas med bakgrunn i dette prospektet. Det er videre en forutsetning at den informasjon som gis i slike dokumenter er presis, objektiv og lett verifiserbar.

I den foreliggende sak dreier det seg om et tilbud som skal rettes mot i praksis hele den norske voksne befolkning, dvs også investorer som har liten eller ingen erfaring med investering i aksjer. Det er derfor særlig viktig at alt markedsføringsmateriale utarbeides i samsvar med prinsippene ovenfor. På denne bakgrunn synes det naturlig at børsen involveres i noe større grad enn hva som ellers er vanlig. Det synes imidlertid noe omstendelig dersom børsen skal gå igjennom utkast til alt materiale som produseres. Oslo Børs overlater derfor til selskapet og dets rådgivere å eventuelt be om børsens kommentarer i tilknytning til de konkrete dokumenter etc i den grad de selv anser det ønskelig med en avklaring i forhold til de ovennevnte grunnprinsipper. Når det gjelder informasjonsbrosjyren legger vi imidlertid til grunn at vi får se et oppdatert utkast i god tid før trykking. I praksis vil nok mange treffe sin investeringsbeslutning mer eller mindre utelukkende på bakgrunn av denne brosjyren. Børsen ønsker derfor å ha anledning til kommentere innholdet av denne nærmere. I den grad annet materiale ønskes

forelagt børsen, ber vi om at det i det enkelte tilfelle sammen med oversendelsen av utkast etc angis innen hvilken dato eventuelle tilbakemeldinger ønskes mottatt.

Vi har allerede mottatt utkast til noe av det materiale som skal benyttes, nærmere bestemt skisse av sjokkselger samt utkast til brosjyre og profilannonser. Til dette materiale har vi følgende kommentarer:

- 1) Når det gjelder profilannonser minnes det om at den faktainformasjon som gis bør være så presis som mulig. Ved omtale av eierandeler i selskaper bør eksempelvis størrelsen på eierandelen angis. Likeledes bør opplysninger om økning i verdier av eierandeler etc konkretiseres. Videre bør det i tilfeller hvor det uttrykkes forventninger etc til fremtidig utvikling fremgå hvis forventninger dette er. Det må også fremgå at det vil bli offentliggjort prospekt i forbindelse med tilbudet om bestilling/tegning av aksjer samt hvor og når dette vil være tilgjengelig, jf børsforskriftens § 14-4 annet ledd siste punktum.
- 2) I utkastet til informasjonsbrosjyre bør det gjennomgående fokuseres på at bestilling gjøres med bakgrunn i tegningsmaterialet, og at dette består av "prospektet" (ikke "børsprospekt") og bestillingsblanketten samt opplyses om hvor disse dokumentene er tilgjengelige, jf børsforskriftens § 14-4 annet ledd siste punktum. I det mottatte utkastet er det på side 15 inntatt et avsnitt om at "Det komplette børsprospektet er et svært omfattende dokument. Er du interessert i dette, kan det fås på forespørsel hos kjøpsstedene. Det kan også lastes ned fra Internett-adressen [www.telenoraksjen.no](http://www.telenoraksjen.no)." Verdipapirhandellovens utgangspunkt er som nevnt over at akseptblankett bare kan legges frem sammen med fullstendig prospekt. Slike dette nå fremstår kan det stilles spørsmålstegn ved om det fremstår som en ikke tilfredsstillende nedtoning av prospektets betydning. For øvrig har vi ikke foretatt noen kontroll av detalj-opplysningene i utkastet til brosjyre.

Vi benytter anledning til å minne om at dersom det skal kunne tegnes på den enkelte tilretteleggers nettsted, skal prospektet også kunne lastes ned fra disse stedene.

## 2. Bruk av "sjokkselger" og fremleggelse av prospekt

I brevet bes det om Oslo Børs' vurdering av hvorvidt følgende ordning vil være i samsvar med kravet i verdipapirhandellovens § 5-11 tredje om at akseptblankett bare kan "legges frem sammen med" fullstendig prospekt:

I banker og postkontorer vurderes det bruk av såkalte sjokkselgere. Sjokkselgeren vil plasseres på gulvet i lokalet, og den vil ha to "lommer" for plassering av trykksaker. Den ene lommen er planlagt for den ovenfor nevnte informasjonsbrosjyren, og den andre lommen for tegningsblankettene. Selve prospektet på i overkant av 200 sider tenkes plassert på disken hos/ved bank - eller postfunksjonæren, og med andre ord ikke i selve sjokkselgeren. På vanlig måte vil tegningsblankettene også være inntatt i prospektet. På sjokkselgeren vil det fremgå av en plakat at "Prospektet får du i skranken".

Oslo Børs er av den oppfatning at den skisserte ordning ikke tilfredsstillende kravet til at tegningsblanketten bare kan fremlegges "sammen med" prospektet. Formålet bak bestemmelsen synes å være at interessenter skal kunne ta med seg begge dokumenter "i samme håndstrekning". Imidlertid er det neppe noe krav om at tegningblanketten fysisk heftes sammen med prospektet. Følgelig vil nok en ordning hvor det lages en egen "lomme" til prospektet eller hvor prospektene stables inntil sjokkselgeren være i samsvar med bestemmelsen.

### Verdipapirhandelloven § 5-7 Tredje ledd – annonser m.v (epost av 14.11.00)

Jeg viser til telefonsamtale. Som nevnt ser vi av Sparebank1's hjemmesider at det dukker opp en "pop-up" som kort og greit inneholder budskapet "Telenor går billig. Les mer på våre hjemmesider."

Vi anser informasjon om Telenor-tilbudet på tilretteleggerens hjemmesider som omfattet av vphl § 5-7 tredje ledd. Børsen har derfor tidligere bedt om å få tilsendt kopi av all slik informasjon før publisering. Vi har på denne bakgrunn mottatt og gjennomgått utskrifter fra hjemmesider for blant annet nettopp Sparebank1. Denne "pop-up'en" var imidlertid ikke omfattet av det materiale vi fikk oversendt. I så fall ville børsen ha bedt om at denne informasjonen ble fjernet. Det kan nemlig ikke aksepteres at utsteder eller tilretteleggere i tilknytning til et tilbud kommer med udokumenterte påstander som dette.

På dette grunnlag ber Oslo Børs om at den nevnte påstand fjernes fra Sparebank1's hjemmesider. En snarlig skriftlig bekreftelse på at så er gjort imøteses

### 3. Opptak til kursnotering/noteringskrav

#### 3.1 Overføring av selskap fra SMB til Hovedlisten

**CanArgo Energy Corporation – søknad om overføring til hovedlisten (Børsstyrevedtak av 17.10.00)**

##### 1. Innledning

CanArgo Energy Corporation ("CNR") har, ved advokatfirmaet Selmer, i brev av 3. oktober 2000 søkt om overføring av CNR fra SMB-listen til hovedlisten.

Selskapet har i løpet av de tre siste år ikke vist positivt driftsresultat, og det søkes derfor om dispensasjon fra kravet om dette.

##### 2. Selskapets virksomhet

CNR er resultatet av en sammenslåing av Fountain Oil og CanArgo Oil & Gas i 1998. Fountain Oil ble notert på Oslo Børs i 1995 og det sammenslåtte selskapet videreførte noteringen.

Selskapet var tidligere notert på Nasdaq. Som følge av manglende oppfyllelse av Nasdaqs krav til minste kursverdi ("minimum bid price requirements") pr. aksje (minimum USD 1 pr aksje) ble aksjen delistet på Nasdaq i mars 1999. Selskapet vurderte i en lengre periode å foreta en "reverse split" av aksjene for å oppfylle Nasdaqs krav. Over tid har imidlertid mer og mer av aktiviteten i aksjen blitt overført til det norske markedet. Selskapet så seg derfor best tjent med å rette sin fulle oppmerksomhet mot Oslo Børs. Etter en lengre prosess for å oppfylle kravene til fullstendig registrering av selskapet aksjer i VPS, inngikk selskapet og Oslo Børs i juli 2000 avtale om primærnotering av selskapets aksjer på Oslo Børs.

CNR leter etter og utvinner olje og gass i Øst-Europa. Selskapets hovedaktiviteter er i republikken Georgia. Det viktigste prosjektet pr. i dag er Ninotsminda feltet som ligger like ved Georgias hovedstad Tbilisi. CNR har for dette, og andre felt, inngått "production sharing contracts" med det statlige oljeselskapet Georgian Oil. Selskapet produserer i dag olje og gass fra en "sone" på dette feltet. Det er imidlertid flere soner som er av interesse, og selskapet har igangsatt boringer på flere soner. Selskapet har også en eierandel i et raffineri i Georgia. Videre er det inngått avsetningsavtaler for deler av produksjonen. Selskapet har også ervervet en andel i blokker i det Kaspiske hav.

##### Selskapets økonomi

Sentrale tall fra selskapets regnskaper er som følger:

I USD 1 000	30.06.00	30.06.99	1999	1998
Revenues	3.596	904	2.782	821
Operating loss	-65	-1.502	-8.338	-6.487
Net Loss	-179	-1.576	-8.472	-6.291
CF-operating act. <sup>2</sup>	1.363	-273	-1.116	-14.738
Kontantbeholdning	5.299	190	3.534	1.924
Egenkapitalandel	96%	85%	86%	86%

Selskapet har i løpet av år 2000 foretatt en rekke emisjoner, sist to rettede emisjoner med kontanter som vederlag. Bruttoprovenyet fra disse to emisjonene utgjorde ca NOK 275 mill./USD 31 mill. Selskapet uttaler at de nå har sikret finansiering for de planlagte prosjekter, og selskapet forventer ikke å innhente ytterligere kapital i overskuelig fremtid. Provenyet fra emisjonene er ikke tatt hensyn til i tabellen over. Kontantbeholdning pr. 30. juni 2000 ville dersom emisjonene tas hensyn til være ca. USD 36,4 mill. Egenkapitalandelen vil øke til ca 97,4%.

Selskapets inntekter fra salg av olje og gass har økt jevnt. Selskapets driftskostnader eksklusive

<sup>2</sup> "Net cash used in operating activities"



avskrivninger og nedskrivninger har i de samme periodene blitt redusert.

I USD 1 000	Oil and gas sales	Driftskostn. u/ av-/nedskrivn.	Oljeprod. (fat) Ninotsminda
1. halvår 1998	132	3.312	0
2. halvår 1998	672	2.744	92.400
1. halvår 1999	904	2.008	71.300
2. halvår 1999	1.589	2.275	71.600
1. halvår 2000	3.231	1.781	126.590

Tabellen viser også utviklingen i selskapets andel av produksjon av olje på Ninotsminda-feltet. I første halvår 2000 er det i tillegg produsert gass fra det samme feltet. Selskapets andel av produksjonen var 514.000 mcf (thousand cubic feet). Frem til og med annet halvår 1999 består inntekter fra andre felt enn Ninotsminda feltet. Det fremgår av ovenstående at selskapets økning i inntekter fra olje og gass ikke alene er et resultat av økning i oljepris, men også økning i produksjon av olje og gass.

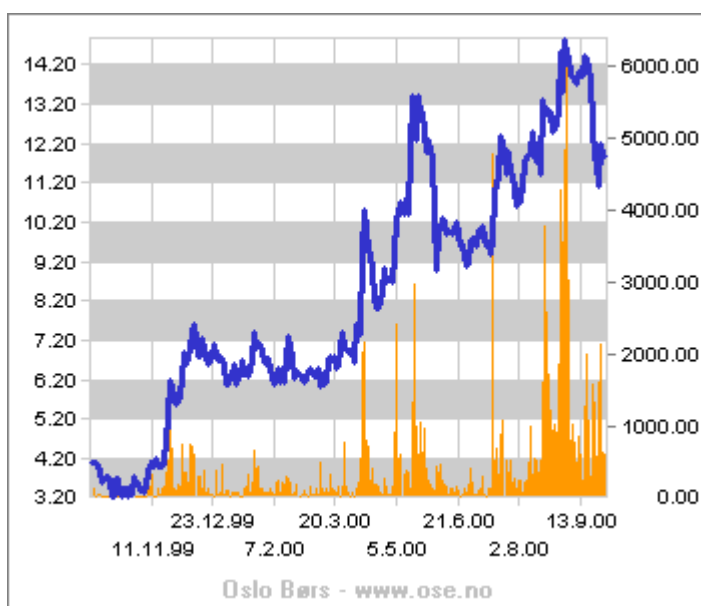
Sett utfra selskapets stadig bedrede kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter samt den kontantbeholdning som er oppnådd etter de gjennomførte emisjoner finner administrasjonen at det ikke er forhold på den økonomiske siden som skulle tilsi at selskapet ikke er egnet for overføring til hovedlisten.

### 3. Aksjens markedsverdi og likviditet

I forbindelse med tidligere vurderinger av dispensasjon fra kravet til positivt driftsresultat, har en markedsverdi på NOK 1 mrd. vært benyttet som kriterium for å kunne gi dispensasjon.

Selskapets aksjekurs er relativt volatil. Basert på antall aksjer registrert i VPS vil selskapet ved en aksjekurs på ca. NOK 13,80 ha en markedsverdi på NOK 1 mrd.

Fra medio august til medio september vært kursen på selskapets aksje over et slikt nivå. I siste halvdel av september har kursen vært synkende for så å stige igjen. Basert på sluttkurs den 4. oktober 2000, NOK 12,50 hadde selskapet en markedsverdi på i overkant av NOK 900 mill. Utviklingen i selskapets aksjekurs og omsetningsvolum fra 1. oktober 1999 til 30. september 2000 illustreres ved figuren nedenfor.



Etter administrasjonens syn må kriteriet om markedsverdi være langt viktigere i de tilfeller hvor selskapet som søker om dispensasjon ikke har vært gjenstand for regulert omsetning, og derved heller ikke kan vise til tall for likviditet i aksjen. I de tilfeller hvor det selskap som søker om dispensasjon har vist likviditet i aksjen må dette veie tyngre enn et kriterium om minste markedsverdi av selskapet. En av årsakene til at et krav om en markedsverdi på NOK 1 mrd. ble etablert, var at man ved en slik markedsverdi må kunne anta at det blir tilstrekkelig likviditet i aksjen.

Selskapets aksje har vært gjenstand for regulert omsetning i flere år. Selskapets aksje har med unntak av fem dager i oktober og november 1999 vært omsatt hver dag ved Oslo Børs i perioden 1. oktober 1999 til 30. september 2000.

Ser man hen til de siste fire kvartaler viser børsens statistikk følgende:

	Relativ spread <sup>3</sup>	Antall aksjer omsatt	Antall aksjer omsatt akkumulert
4. kvartal 1999	5,62%	10.268.500	10.268.500
1. kvartal 2000	2,97%	9.360.500	19.629.000
2. kvartal 2000	1,74%	26.780.000	46.409.000
3. kvartal 2000	1,21%	65.355.100	111.764.100

Utviklingen i relativ spread har vært meget god, og den spread som er oppnådd i andre og tredje kvartal 2000 plasserer selskapet blant de 40 selskapene med lavest forskjell mellom kjøper og selgerkurser ved Oslo Børs.

Ser man hen til antall aksjer omsatt må det bemerkes at antall aksjer utstedt av selskapet har blitt mer enn fordoblet det siste året. I samme periode har interessen rundt selskapet etter hva børsen forstår økt betraktelig. Selskapet har den senere vært gjenstand for betydelig interesse både fra media og analytikere. Det er nå flere børsmedlemmer som utgir analyser på selskapet, blant annet Orkla Finans, Sundal Collier og DnB Markets.

Omsetningshastigheten i aksjen i perioden over er basert på nåværende antall aksjer ca 154%. Ved bruk av et vektet gjennomsnitt for perioden vil omsetningshastigheten være noe over 200%.

Selskapet har pr. 3. oktober 2000 registrert 4.779 aksjonærer i VPS. 3.865 av disse aksjonærene eier minst 1.000 aksjer som utgjør en børspost. Selskapets aksjonærstruktur pr. 2. oktober viser at også institusjonelle investorer som Vital Forsikring (2,69%), Gjensidige NOR (1,4%), Delphi Norge (1,38%), Storebrand SMB (1,18%) og Storebrand AMS (0,69%) og DnB Kapitalforvaltning (1,05%) er representert på eiersiden.

#### 4. Konklusjon

For notering på hovedlisten stilles det krav til markedsverdi, antall børsposteiere og positivt driftsresultat. Selskapet oppfyller alle krav unntatt kravet til positivt driftsresultat.

Børsstyret har anledning til å gi dispensasjon fra dette kravet. Det kan skje i de tilfeller hvor børsstyret finner at det er i allmennhetens og investorenes interesse, og at investorene har tilgang til tilstrekkelige opplysninger til å danne seg en begrunnet oppfatning om selskapet. Det vises i denne forbindelse til sak 197/99 vedrørende "Notering av IT/Internettelskaper på Oslo Børs". Børsstyrets konklusjon i denne saken er at det på individuell basis vil ta stilling til hvorvidt det foreligger særlige grunner til eventuelle unntak fra kravene om notering på hovedlisten for vekstselskaper, herunder IT- og internettelskaper. De kriterier som skal vektlegges ved vurderingen er høy markedsverdi, selskapets likviditet og aksjens likviditet. I forbindelse med markedsverdi er det antydning et krav på NOK 1 mrd.

Selskapet har videre innhentet betydelig ny kapital i løpet av de siste månedene. Selskapets

<sup>3</sup> Ifølge rapporter fra børsens datavarehus - Business Objects

likviditetsmessige situasjon anses etter dette å være tilfredsstillende.

Selskapets markedsverdi er noe under en milliard. På den annen side må et slikt krav anses å være mest relevant for selskaper som ikke har vært gjenstand for regelmessig omsetning og derved ikke kan dokumentere oppnådd likviditet i aksjen. Det er antatt at man ved en markedsverdi på NOK 1 mrd. vil kunne oppnå en tilfredsstillende likviditet i aksjen.

CNR har dokumentert god likviditet i aksjen. Selskapet har i løpet av år 2000 oppnådd en relativ spread som må kunne karakteriseres som meget god. Det samme gjelder likviditet målt ut fra omsetningshastighet i aksjen. Selskapet har videre et høyt antall aksjonærer, hvor også norske institusjonelle investorer er godt representert.

Etter administrasjonens vurdering er det den dokumenterte likviditeten i aksjen som bør tillegges vekt ved vurderingen. Administrasjonen finner derfor å innstille på et vedtak om at selskapet overføres for notering på hovedlisten.

### 3.2 Opptak aksjer/grunnfondsbevis

#### **Stolt Sea Farm Holdings Plc – søknad om notering på hovedlisten – Founder-share (Børsstyrevedtak av 20.06.00)**

-----

##### *Kravet om tre års virksomhet*

Etter børsforskriften § 2-1 er det et vilkår for børsnotering at selskapet har bestått i minst tre år og har drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år. I søknaden har selskapet søkt om dispensasjon fra 3-års kravet.

På grunn av at SSF ble opprettet gjennom reorganiseringen i 1998 er det klart at selskapet formelt sett ikke har bestått i tre år. Som det fremgår av beskrivelsen av virksomhetens historikk ovenfor, er det imidlertid på det rene at konsernets reelle virksomhet har vært drevet siden 1972. Selskapet dokumenterer også denne kontinuiteten i virksomheten ved at det er utarbeidet proformatall på konsernnivå for regnskapsårene 1997 og 1998. Investorene vil derfor ha mulighet til å gjøre vurderinger av virksomhetens historikk.

Dispensasjonspraksis knytter seg i stor grad til tilfeller der en helhetlig virksomhet har bestått i tre år, men overføres til et nystartet selskap. SSF representerer inget unntak i så måte.

Basert på dette anser Oslo Børs at det kan gis dispensasjon fra kravet om at selskapet skal ha bestått i minst tre år, på bakgrunn av at kursnotering antas å være i allmennhetens og investorenes interesse, og at markedet vil ha tilstrekkelige opplysninger til å danne seg en begrunnet oppfatning av selskapet og de aksjer som søkes notert

-----

Toppledelsen er lokalisert i Oslo, og er formelt ansatt i datterselskapet Stolt Sea Farm AS. SSF har derfor ingen formelt ansatt ledelse. Oslo Børs har mottatt en erklæring som bekrefter at det er avtalt selskapene imellom at de aktuelle personer utøver ledelsesfunksjonene for SSF, og at ansvaret for overholdelse av børsregelverket er plassert på samme måte som om ledelsen var direkte ansatt i SSF.

I tillegg har SSF inngått avtaler med Stolt-Nielsen S.A. som medfører at administrasjonen i SSF vil motta diverse tjenester innen ledelse, finans, regnskap, investor relations, juss osv.

##### Styret

- Jacob Stolt-Nielsen, styreformann og grunnlegger av gruppen
- Erling Hjort, partner i Wikborg, Rein & Co.
- Jacob B. Stolt-Nielsen, Managing Director i Stolthaven Terminals.

- Christopher J. Wright, *President and Chief Operating Officer* i Stolt-Nielsen S.A.
- Niels G. Stolt-Nielsen, *Group President* i SSF

*Selskapet har bekreftet overfor Oslo Børs at man før notering eventuelt finner sted vil velge inn to nye medlemmer i styret i tillegg til de ovennevnte. Disse medlemmene skal velges utenfor Stolt-systemet. Styrets sammensetning anses etter dette å muliggjøre en fornuftig kontroll av selskapets administrasjon.*

## **Ledelsen**

- Niels G. Stolt-Nielsen, *Director and Group President*. Har ledet Stolt Sea Farm siden 1996. har tidligere innehatt forskjellige stillinger i Stolt-systemet.
- Øystein Steiro, *Group Vice President Business Development*. Har arbeidet i Stolt Sea Farm siden 1996.
- Guy Faller, *Group Business Controller*. Har arbeidet i Stolt Sea Farm siden 1996.
- Christian Fr. Mathiesen, *Group Legal Counsel*. Har arbeidet i Stolt Sea Farm siden 1998.
- John Henry Larsen, *Group Business Systems Manager*.

*Selskapets ledelse synes etter det som er angitt i utkastet til prospekt, å ha en variert og bred erfaring. Det foreligger ingen indikasjoner på at selskapets ledelse ikke har tilstrekkelig kompetanse til å kunne gjennomføre den forretningsidé og aktivitet selskapet legger opp til.*

### **1. Aksjekapital og eierstruktur**

*Selskapets autoriserte aksjekapital er GBP 48.000.000 fordelt på 959.999.998 ordinære aksjer pålydende GBP 0,05, og en 'Founder Share', pålydende GBP 0,10. 40.000.000 ordinære aksjer, og 1 'Founder Share' er utstedt. Selskapet har således to aksjeklasser, hvorav kun de ordinære aksjene søkes børsnotert. 'Founder Share' har ingen større rett til kapitalen i selskapet enn en ordinær aksje. De ordinære aksjene er fritt omsettelige, og selskapet angir at de ikke er kjent med at de ordinære aksjene etter lov eller særlige konsesjonsvilkår er undergitt eierbegrensninger. Selskapet er heller ikke kjent med at det eksisterer aksjonæravtaler. De ordinære aksjene vil være registrert i VPS.*

#### 'Founder Share'

*Den ene 'Founder Share' kan kun eies av 'Stolt-Nielsen Entities' slik dette er definert i vedtektene. Den vil utgjøre en egen aksjeklasse som ikke søkes børsnotert. Vedtektene er utformet slik at eieren av 'Founder Share' må gi sin tilslutning til endringer i aksjekapitalen, endringer i vedtektene og endringer av aksjenes rettigheter. Dette betyr at eierne av de ordinære aksjene ikke kan gjennomføre slike endringer uten samtykke fra eieren av 'Founder Share'. I tillegg har eieren av 'Founder Share' rett til å utpeke flertallet av styremedlemmene. Dersom 'Stolt-Nielsen Entities' kommer ned i en eierandel på under 33,34% av selskapets utestående aksjer, skal 'Founder Share' innløses. Eieren av 'Founder Share' kan også når som helst kreve denne aksjen innløst. 'Founder Share' har ikke rett til utbytte.*

*Børsloven § 4-3 andre ledd fastslår som hovedregel at alle aksjeklasser i et selskap skal noteres. Børsstyret kan i særlige tilfeller gjøre unntak.*

*Formålet med bestemmelsen er å forhindre at et børsnotert selskap forbeholder stemmeretten for en liten gruppe aksjonærer, jfr. Ot. prp. nr. 83 (1986-87) s. 102. Om unntakshjemmelsen heter det:*

*"Slik unntak bør bare gis i sjeldne tilfelle. En har særlig hatt i tankene utenlandske selskap der det bare er aktuelt å notere en aksjeklasse."*

*Oslo Børs har tradisjonelt vært restriktiv med å bruke unntakshjemmelen. I tidligere uttalelser har børsen sagt at et vesentlig vurderingstema er hvor stor innflytelse den unoterte aksjeklassen er tillagt, samt hvilken betydning den unoterte klassen vil ha både for den totale prissettingen av selskapet og de noterte aksjene. I tillegg kan det ha betydning om de unoterte aksjene er underlagt sterke omsetningsbegrensninger, samt hvilken begrunnelse ordningen har. Dispensasjon vil typisk kunne gis til*

utenlandske selskaper når aksjene allerede er notert på en anerkjent utenlandsk børs.

I SSF er forholdet at 'Founder Share' skal være unotert, men ha kontroll knyttet til visse vesentlige beslutninger. Den har ingen stemmerett, men en vetorett ved beslutninger som nevnt ovenfor. Etter børsens oppfatning foreligger det imidlertid gode grunner for allikevel å ta opp de ordinære aksjene til notering:

- *Stolt Nielsen SA og Stolt Offshore er notert på Nasdaq og Oslo Børs. Kapitalstrukturen er formelt sett noe annerledes, men realiteten er at også dette er selskaper hvor 'Stolt-Nielsen Entities' har kontroll. I begge tilfeller må likviditeten i de noterte aksjene kunne karakteriseres som god. Aksjene omsettes tilnærmet hver dag og har en relativ spread som må kunne karakteriseres som forholdsvis god. Det må i denne forbindelse legges til at begge selskaper har tre aksjeklasser hvorav to er noterte samt at begge selskaper er notert på to børser. Dette i motsetning til SSF hvor kapitalen for alle praktiske formål er i en aksjeklasse som kun vil være notert på en børs.*
- *Andre børser aksepterer tilsvarende ordninger, jfr. de andre Stolt-Nielsen selskapene som er primærnotert på NASDAQ. Oslo Børs har vært i kontakt med flere andre børser. New York Stock Exchange har nasjonale selskaper med tilsvarende ordninger notert og gir uttrykk for at også utenlandske selskaper med slike ordninger vil kunne noteres. Det legges vekt på at man ved en IPO vil være kjent med forholdet fra starten av. København Fondbørs opplyser også å ha selskaper med tilsvarende ordninger notert. Stockholm Fondbørs har ikke vurdert problemstillingen tidligere, men utelukker ikke at notering vil kunne finne sted. Ved London børsen har man bestemmelser som i utgangspunktet forhindrer notering av selskaper med kontrollerende aksjonær. En slik bestemmelse er dog også i strid med børsforskriftens minimumskrav om 25% spredning av aksjene, og kan således ikke tillegges vekt.*
- *Forslag til ny børslov inneholder ikke denne begrensningen.*

*Oslo Børs har også innhentet kommentarer fra enkelte store aktører i det norske verdipapirmarkedet. Tilbakemeldingen har vært at man i utgangspunktet foretrekker at selskapene ikke har ordninger som i SSF. Det er allikevel stilt spørsmål ved om det er børsens oppgave å forhindre notering av selskaper som det presumptivt vil være allmenn interesse for, og hvor det er mye som tyder på at det vil kunne bli god likviditet i de noterte instrumentene.*

*Det kan hevdes at Oslo Børs ikke bør stenge for notering av en aksje som markedet og investorene ønsker å handle i. SSF vil invitere allmennheten inn som eiere gjennom et prospekt som gir full informasjon om forholdene rundt aksjestrukturen. Det vil bli presentert en fastlagt og oversiktlig struktur fra starten av, som aktørene i markedet kan ta stilling til om man ønsker å delta i. Dersom det oppnås en tilstrekkelig deltagelse i emisjonen vil dette indikere at markedet aksepterer strukturen.*

*Oslo Børs er av den oppfatning at med en tilstrekkelig deltagelse i emisjonen vil det være stor sannsynlighet for å oppnå en god likviditet i aksjen etter børsnotering. Dette begrunnes med at selskapet er en av de ledende aktører i en bransje som anses å ha oppnådd stor interesse i verdipapirmarkedet.*

*Oslo Børs har i den senere tid diskutert med utstedere av grunnfondsbevis og Sparebankforeningen hvorvidt grunnfondsbevis skal kunne inkluderes i totalindeksen. Oslo Børs har vært negativ til dette. Et av argumentene har vært at grunnfondsbevisenes innflytelse er for begrenset og at grunnfondsbevisene av den grunn ikke kan være å sammenligne med aksjer. I SSF vil heller ikke de noterte aksjene har uinnskrenket innflytelse i selskapet. En viktig forskjell fra grunnfondsbevis er imidlertid at eieren av den aksjen som ikke er notert har de samme økonomiske insentiver knyttet til sitt eierskap og bruk av innflytelse i selskapet som eierene av de ordinære noterte aksjene.*

*Basert på det ovenstående finner Oslo Børs at det bør kunne gis unntak fra børsloven § 4-3 andre ledd. Dette forutsetter imidlertid at det oppnås tilstrekkelig tilslutning i emisjonen. Oslo Børs setter derfor som vilkår at verdien på de aksjer som ikke eies av Stolt-Nielsen gruppen eller familien for øvrig, skal utgjøre minst 1 milliard NOK i verdi, og at disse aksjene skal eies av minst 1.000 børsposteiere.*

#### Eierstruktur

*Stolt-Nielsen Transportation Group Ltd. eier 100 prosent av aksjene i SSF. I forbindelse med børsnotering vil det gjennomføres en emisjon hvor selskapet angir at ca. 26-28% av aksjene vil bli spredd på andre eiere som ikke har slik tilknytning til selskapet som angitt i børsforskriften § 2-3.*

### Bindingsavtaler

*Stolt-Nielsen S.A. (eier av Stolt-Nielsen Transportation Group Ltd) har forpliktet seg til ikke å selge aksjer, eller opsjoner, i selskapet i en periode på 6 måneder etter børsnoteringen, uten forutgående samtykke fra tilretteleggerne.*

### Antatt kurs- og markedsverdi

*Selskapets aksjer har ikke vært gjenstand for handel i noen form. I søknaden angir selskapet at det vurderer den totale verdien å være 375-425 millioner USD. Etter emisjonen i forbindelse med børsnoteringen forventes det at selskapet vil ha en total verdi på 505-575 millioner USD. Dette tilsvarer 4.393-5.002 millioner NOK.*

*Selskapets bokførte egenkapital ved utgangen av første kvartal 2000 var på 117 millioner USD, tilsvarende 1.017 millioner NOK. Kravet til en verdi på minst 300 millioner NOK for notering på hovedlisten må derfor anses å være oppfylt.*

### Emisjon

*Selskapet skal i forbindelse med børsnoteringen gjennomføre en emisjon (Global Offering). Det skal utstedes minimum 13.333.334 nye ordinære aksjer, med et indikert prisintervall på 68–81 NOK. Det eksakte antall aksjer som utstedes, og emisjonskursen, vil endelig fastsettes etter utløpet av book-building perioden som løper fra 13. juni til 23. juni. Emisjonen skal deles inn i en institusjonell transje og en retail-transje. Selskapet anslår at emisjonsprovenyet vil utgjøre ca. 145 millioner USD, tilsvarende 1.261 millioner NOK.*

### Annen børs

*Selskapets aksjer er ikke søkt notert ved andre børser enn Oslo Børs.*

## **2. Konklusjon**

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

- *Aksjene er utstedt av et utenlandsk selskap tilsvarende et allmennaksjeselskap (Plc.).*
- *Kravet til kursverdien for hovedlisten anses oppfylt (minimum MNOK 300)*
- *Selskapet gis dispensasjon fra kravet om at det skal ha bestått i minst tre år, basert på at det anses at selskapets virksomhet reelt sett har vært drevet i minst tre år.*
- *Selskapet har hatt positive driftsresultater to av de tre siste år.*
- *Kravet til eierspredning er ikke oppfylt på tidspunkt for søknad om børsnotering. Det forutsettes at dette vil være oppfylt etter at emisjonen er gjennomført.*

*Det er for øvrig ikke avdekket økonomiske eller organisatoriske forhold som skulle tilsi at aksjene i SSF ikke er egnet for notering. Selskapet er en av de ledende aktører i oppdrettsnæringen, og det antas å ha en betydelig markedsverdi. Oppdrettsnæringen er en bransje hvor Norge er et av de ledende land i verden, og det norske verdipapirmarkedet har god kunnskap om bransjen. Panfish er allerede notert på Oslo Børs, og dersom flere selskaper i bransjen noteres her, er det god mulighet for at Oslo Børs kan bli en ledende børs for denne sektoren.*

*Basert på dette, og den generelle interesse et slikt selskap antas å ville ha, kan det forventes at aksjene vil ha allmenn interesse og bli gjenstand for regelmessig omsetning.*

*Med unntak av kravene til eierspredning finner Oslo Børs at vilkårene for opptak til notering er oppfylt. Selskapet har offentliggjort introduksjonsprospekt.*

*Når det gjelder kravet om eierspredning er det i forbindelse med at det gis dispensasjon fra børslovens krav om notering av alle aksjeklasser, forutsatt at selskapet oppnår minst 1.000 børsposteiere som ikke tilhører Stolt-Nielsen gruppen eller familien for øvrig, og at verdien på aksjene eid av 'eksterne' minst må være 1 milliard NOK.*

*”Børsstyret vedtok å ta de ordinære aksjene i Stolt Sea Farm Holdings Plc. opp til notering på hovedlisten ved Oslo Børs. Det er gitt dispensasjon fra kravet i børsforskriften § 2-1 tredje ledd om at selskapet skal ha bestått i minst tre år. Videre er det gitt dispensasjon fra kravet i børsloven § 4-3 annet ledd om at opptak til børsnotering skal gjelde alle aksjeklasser. Selskapets »Founder Share» tas ikke opp*

til notering. Det forutsettes at det oppnås tilstrekkelig spredning av aksjene, og at styret utvides med minst to eksterne styremedlemmer. Det forutsettes videre at det inngås kursnoteringsavtale for primærnotering mellom selskapet og Oslo Børs, og at Oslo Børs mottar tilfredsstillende erklæring som angitt i »Standard kursnoteringsavtale ved primærnotering av utenlandske selskapers aksjer», pkt 2. Børsdirektøren gis fullmakt til å fastsette første noteringsdag, senest 22. august 2000.”

## **TeleComputing ASA – søknad om opptak til notering, primært på hovedlisten, sekundært på SMB-listen (Børsstyrevedtak 20.06.00)**

### **1. Innledning**

Controller Hans M. Hamre har på vegne av styret i TeleComputing ASA i brev av 26. mai 2000 søkt om opptak av selskapets aksjer ved Oslo Børs. Fullstendig søknad med vedlegg er tilgjengelig på Oslo Børs.

TeleComputing ASA er et norsk ASP ("Application Service Provider") selskap opprettet i 1997. Virksomheten innebærer drifting av EDB-systemer fra sentrale datarom. Selskapet er fremdeles i en prekommersiell fase.

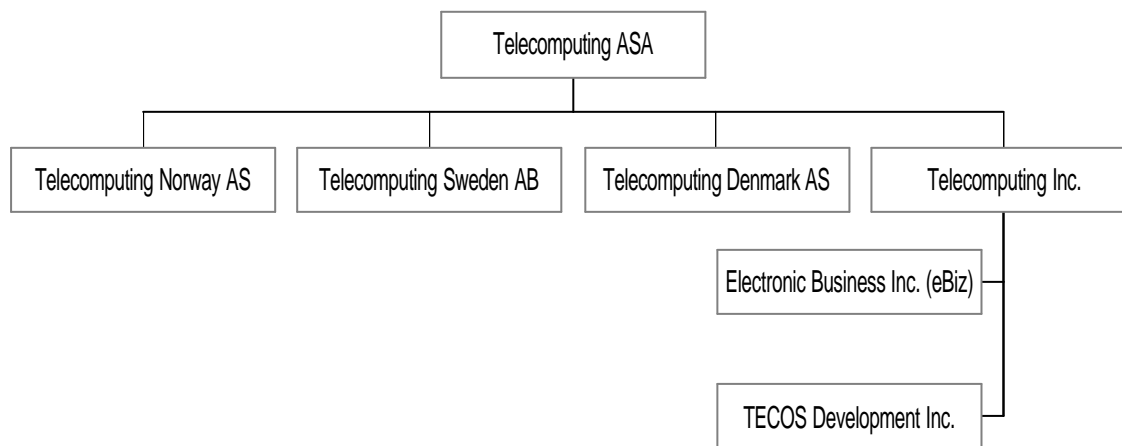
### **2. Virksomhetsbeskrivelse**

TeleComputing tilbyr drifting av EDB-systemer fra sentrale datarom ("Application Service Provider" eller "ASP"). Kundene til TeleComputing outsourcer helt eller delvis sin IT-administrasjon. Denne sentraliserte datadriften innebærer at kundenes programvare installeres, prosesseres og administreres fra TeleComputings datasentraler. Ved en kundes bruk av programvaren skjer all databehandling hos TeleComputing. Kun signaler for skjermoppdatering, tastatur- og musekoordinater distribueres mellom brukerens arbeidsstasjon og datasentralen, over telenettet eller internett. ASP-tjenestene omfatter administrasjon av nettverk, tilgang til over 100 forskjellige applikasjoner som kan driftes på TeleComputings servere, etablering av kommunikasjonslinjer mellom bruker og datasentral, døgnåpen supporttjeneste og tilgang til nettværksprintere.

For tjenestene TeleComputing tilbyr betaler kundene en månedlig avgift per bruker, samt et etableringsgebyr. Hovedmålgruppen for disse tjenestene er mindre og mellomstore bedrifter, men tjenestene kan også tilbys til større bedrifter. Per i dag tilbyr TeleComputing ASP-tjenester i Norge, Sverige og USA. Ved å benytte seg av TeleComputings tjenester kan kundene oppnå bedret stabilitet på sine EDB-systemer, lavere IT kostnader ved mindre behov for investeringer i maskinvare og ansettelse av personell, bedre tilgang på ledende programvare, bedret tilgang til foretakets nettverk uavhengig av brukersted og enklere implementering av ny programvare og nye brukere. TeleComputing har over tre års erfaring i det norske ASP markedet.

I tillegg til ASP-tjenester tilbyr TeleComputing Norway og TeleComputing Sweden abonnemeter relatert til sanntid finansinformasjon og nyheter gjennom sitt Six-Trader system.

Figuren nedenfor viser selskapsstrukturen for TeleComputing.



- *TeleComputing Norway AS ("TeleComputing Norway"). TeleComputing Norway er et aksjeselskap registrert i Norge, og underlagt norsk selskapslovgivning. Selskapet er den operative enheten for konsernets virksomhet i Norge. Selskapet er 100 % eid av TeleComputing.*
- *TeleComputing Sweden AB ("TeleComputing Sweden") TeleComputing Sweden er et aksjeselskap registrert i Sverige, og underlagt svensk selskapslovgivning. Selskapet er den operative enheten for konsernets virksomhet i Sverige. Selskapet er 100 % eid av TeleComputing.*
- *TeleComputing Inc., TeleComputing, Inc. er et amerikansk aksjeselskap, registrert i staten Florida, og underlagt Floridas selskapslovgivning. Selskapet er den operative enheten for konsernets virksomhet i USA og er 100 % eid av TeleComputing.*
- *Electronic Business, Inc., ("e-biz") e-biz er et amerikansk aksjeselskap, registrert i Virginia, og underlagt Virginias selskapslovgivning. Selskapets virksomhet er utvikling og installasjon av elektroniske handelsløsninger. Selskapet er 100 % eid av TeleComputing Inc.*
- *TECOS Development, Inc. ("TECOS") TECOS er et amerikansk aksjeselskap registrert i Florida, og underlagt Floridas selskapslovgivning. Selskapets virksomhet er relatert til utvikling av ny teknologi og sertifisering av tredjeparts programvare og maskinvare. Selskapet er 100 % eid av TeleComputing Inc.*
- *TeleComputing Denmark AS ("TeleComputing Denmark") TeleComputing Denmark er et aksjeselskap registrert i Danmark, og underlagt dansk selskapslovgivning. Selskapet har pr. i dag ingen virksomhet, men vil på sikt være konsernets operative enhet i Danmark. Selskapet er 100 % eid av TeleComputing.*
- *Videre har selskapet planlagt å opprette et heleid datterselskap registrert i Sveits ("TeleComputing Switzerland"). Selskapet har som formål å forvalte konsernets teknologirettigheter. Utviklingen av teknologi skal baseres på oppdragsforskning, fra både interne og eksterne aktører. Selskapets inntektsstrøm vil bli basert på royalty-inntekter fra brukere av teknologien. Overskudd fra driften vil bli benyttet til å finansiere fremtidig ekspansjon og interne prosjekter gjennom lån til og investeringer i andre konsernselskaper. Rettigheter knyttet til internt utviklet programvare, prosedyrer og dokumentasjon vil bli overført fra TeleComputing, samt den videreutviklingen av disse utført av TECOS.*

-----

#### Kommentarer til den finansielle utviklingen:

##### Utvikling i omsetning og inntjening/lønnsomhet

*Driftsinntektene i 1999 økte til NOK 33,5 millioner. Inntektene fra ASP tjenester utgjorde NOK 28,4 millioner. Inntektene kom hovedsakelig fra den norske virksomheten. 1999 ble derimot det første året med driftsinntekter fra den svenske virksomhet, som utgjorde NOK 1,3 millioner. I 1999 ble TeleComputing etablert i USA. Oppbygging av denne virksomhet har krevd betydelige ressurser. Dette reflekteres spesielt i lønnskostnader og andre driftskostnader som utgjorde henholdsvis NOK 51,1 millioner og NOK 53,4 millioner. TeleComputing har et opsjonsprogram for de ansatte. Påløpt arbeidsgiveravgift på opsjoner tildelt de ansatte i Norge og Sverige kostnadsføres over løpetiden basert på OTC-kursen på regnskapsavleggelsestidspunktet. I 1999 er det kostnadsført NOK 35,8 millioner knyttet til arbeidsgiveravgift på opsjoner. Netto finansresultat for 1999 utgjorde NOK 6,2 millioner og samlet årsunderskudd NOK 124,3 millioner.*

*Driftsinntektene for første kvartal 2000 utgjorde NOK 12,4 millioner, hvorav ASP-inntektene utgjorde NOK 10,3 millioner. Selskapet har i første kvartal opparbeidet seg en betydelig ordresreserve. Underskudd for første kvartal utgjorde NOK 56 millioner.*

##### Soliditet/likviditet

*Selskapets målsetting og virksomhet er kapitalkrevende. Den underliggende virksomhet i selskapet har så langt ikke generert positive kontantstrømmer som har bidratt til selskapets satsing. TeleComputing har derfor i den tid nåværende virksomhet har pågått vært avhengig av tilførsel av ny kapital gjennom rettede emisjoner o.l for å opprettholde sin virksomhet.*

*Selskapets likvidbeholdning reduseres med ca USD 3 millioner pr. mnd (dvs "burn-rate" på ca NOK 27 millioner). Dette tilsier at selskapets ved utløpet av april hadde en likviditet (ca NOK 300 millioner) til å kunne drive videre i ca. 11 måneder innenfor det nåværende virksomhetsomfang. I brev av 30. mai har selskapet redegjort nærmere for likviditetssituasjonen:*

*"TeleComputing har ved utgangen av april 2000, en kontantbeholdning på NOK 300 millioner. Selskapets forbruk av kontanter, relatert til drift, forventes å være NOK 27 millioner pr. måned. På*



*kort sikt vil forbruket øke, men reduseres deretter på grunn av økning i salgsinntekter og redusjon i engangskostnader relatert til oppbygging av infrastruktur og rekruttering av ansatte.”*

*Som en følge av den likviditetssituasjon selskapet befinner seg i er det i forbindelse med børsnoteringsprosessen hentet inn NOK 150 millioner ved en rettet emisjon mot ni institusjonelle investorer. Etter denne emisjonen vil selskapet ha likviditet til drive videre i nåværende virksomhetsomfang i ca. 15 måneder fra d.d.*

*Kravet iht. børs sirkulære 19/99 er tilgjengelige likvide midler til å drive innenfor det virksomhetsomfang det legges opp til i ca 2 år, alternativt en sannsynliggjøring at selskapet vil ha tilstrekkelig likvide midler de nærmeste to år.*

*Selskapet har hentet inn penger ved en rekke tilfeller for å finansiere den videre virksomhet. I et brev fra styreformannen datert 7. juni fremgår det at:*

*”Our regular communication with shareholders, financial investors and investment banks also has provided us with great comfort that financial investors will wish to invest further in TeleComputing stock. Several institutions have recently expressed that the stock, at current price levels, represents an attractive investment to professional investors. They have urged us not to lower the burn rate, but keep our front position in the ASP market by continuing to roll out our business plan aggressively. Many have expressed their assurance that financing will be available.”*

*Selskapets har gjennom de foregående år vist at det klarer å hente inn penger selv i vanskelige tider. I forbindelse med børsnoteringsprosessen klarte også selskapet i løpet av kort tid å hente inn NOK 150 millioner for å styrke likviditetssituasjonen. Selv om selskapets likvide midler ikke er tilstrekkelig til å drive videre i mer enn ca. 15 måneder har selskapet etter administrasjonens oppfatning sannsynliggjort at det vil ha tilstrekkelig likviditet de nærmeste to år.*

*Et moment som også bør nevnes er at selskapet har lite rentebærende gjeld. Per 31.12.99 var selskapets totale gjeld NOK 75 millioner. Kun gjelden knyttet til finansiell leasing på NOK 7,6 millioner er rentebærende. Den største gjeldsposten på NOK 36 millioner knyttet seg til påløpt arbeidsgiveravgift på opsjoner.*

-----

## **6. Andre forhold**

### Administrerende direktør

*Selskapets styre har nylig bedt Jan E. Rydningen om å lede satsningen i Europa og ansatt gründer Jostein Eikeland som konstituert administrerende direktør inntil videre. I brev av 7. juni har selskapet redegjort nærmere for dette skiftet:*

*”...the board felt it necessary to readdress the European market and at the same time start looking for a new CEO to head the global team. In this situation the board decided to ask Jan Eigil Rydningen to take the task of readdressing the European market and to appoint Jostein Eikeland as interim CEO. The appointment of jostein Eikeland was for several reasons. First, he is a candidate to be asked to take this position permanently. Secondly, he is recognized in the ASP industry and enjoys high regard in the investment community. Thirdly, as a founder and a large shareholder of TeleComputing, he will be involved in the company’s business in a prominent capacity even if he is not asked to assume the position as CEO permanently.”*

*Selskapet vurderer følgelig ikke reorganiseringen av ledelsen som problematisk i forhold til børsnotering. Oslo Børs har ikke avdekket forhold som skulle tilsi at denne vurderingen ikke medfører riktighet.*

### Opptak på hovedlisten

*Etter børsforskriften § 2-1 fjerde ledd er det et krav for opptak på hovedlisten at minst 25% av de aksjer som søkes opptatt til notering må være spredt blant minimum 1000 personer som ikke har slik tilknytning til selskapet som angitt i børsforskriften § 2-3, og som hver eier aksjer som minst tilsvarer en børspost. Selskapet hadde per 22. mai 2000 2883 aksjonærer, hvorav 909 eide 1.000 aksjer eller mer. En børspost*

i selskapets aksjer antas å utgjøre 50 aksjer. Selskapet har 2700 aksjonærer som eier en antatt børspost eller med. Selskapet tilfredsstiller følgende spredningskravet ved søknadstidspunkt

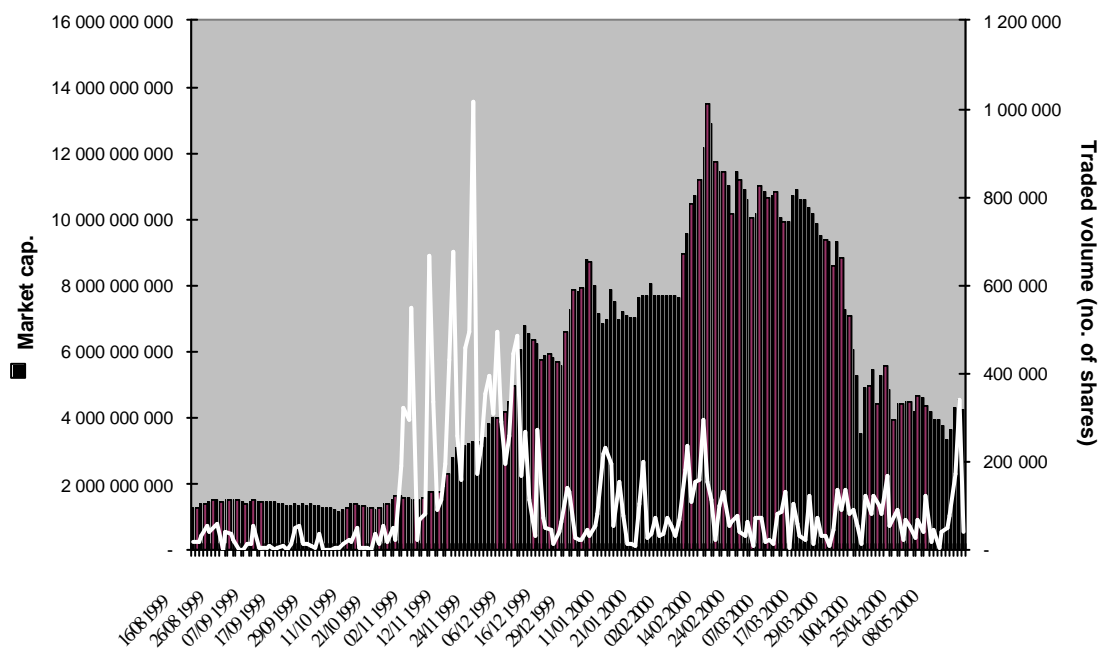
Etter børsforskriften § 2-1 annet ledd kreves videre at kursverdien av de aksjer som søkes opptatt til børsnotering på hovedlisten må antas å være minst 300 millioner. TeleComputing ASA vil basert på den omsetning som har funnet sted i gråmarkedet, ha en antatt markedsverdi før børsintroduksjon på ca NOK 1,5 – 2 milliarder. Kravet til markedsverdi skulle således være tilfredsstillt.

Videre er det etter børsforskriften § 2-1 tredje ledd kreves for opptak på hovedlisten at selskapet har vist positivt driftsresultat i minst ett av de siste tre årene. Selskapet oppfyller ikke dette kriteriet. Selskapets økonomiske situasjon synes for øvrig å være tilfredsstillende etter at det er gjennomført en rettet emisjon som medfører at likviditeten blir styrket med NOK 150 millioner netto.

Bortsett fra kravet om positivt driftsresultat i ett av de siste tre årene oppfyller selskapet de formelle kravene til notering på hovedlisten. Etter børsforskriften § 2-1 tredje ledd, fjerde punktum kan børsstyret i særlige tilfeller gjøre unntak fra kravet til positivt driftsresultat for notering på hovedlisten. Det kan skje i de tilfeller hvor børsstyret finner at det er i allmennhetens og investorenes interesse, og at investorene har tilgang til tilstrekkelige opplysninger til å danne seg en begrunnet oppfatning om selskapet. Det vises i denne forbindelse til sak 197/99 vedrørende "Notering av IT/Internettelskaper på Oslo Børs". Børsstyrets konklusjon i denne saken er at det på individuell basis vil ta stilling til hvorvidt det foreligger særlige grunner til eventuelle unntak fra kravene om notering på hovedlisten for vekstselskaper. TeleComputing ASA er et slik vekstselskap som notatet omhandler. De kriterier som skal vektlegges ved vurderingen, er høy markedsverdi, selskapets likviditet, aksjens likviditet, samt andre kvalitative forhold som fremgår av børs sirkulære 19/99.

Selskapets verdi i gråmarkedet samt den emisjon som planlegges gjennomført i forbindelse med børsnoteringen indikerer at selskapet vil ha en markedsverdi i størrelsesorden ca NOK 1,5-2 milliarder ved opptak. Likviditeten i gråmarkedet har vært god.

Nedenfor følger en oversikt over Selskapets markedsverdi, samt omsetningsvolumer basert på omsetning av Selskapets aksjer rapportert til Norges Fondsmeglerforbund i perioden 16.08.99 – 08.05.00



Målt i markedsverdi pr. 31. april 2000 ville TeleComputing vært det største selskapet på SMB-listen og det 25. største Selskapet på Oslo Børs.

Basert på forannevnte forhold antas det at selskapet tilfredsstiller de kravene børsstyret har fastsatt med hensyn på å kunne gi unntak fra kravene for notering på hovedlisten.

Likviditet er ett av hovedmålene til Oslo Børs fremover. 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. Opptak av TeleComputing vil bidra til å oppfylle disse målsettingene.

Bortsett fra kravet til å ha vist minst ett år med positivt driftsresultat i løpet av de tre siste regnskapsårene oppfyller selskapet de formelle kravene til notering på hovedlisten.

## **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 ikke hatt positivt driftsresultat i de siste tre år, men i tråd med det generelle vedtaket som ble fattet på børsstyremøtet 14. desember om unntak fra kravet om positivt driftsresultat for notering på hovedlisten tilsier selskapets kursverdi og antatt spredning at dette kravet kan fravikes

Det er for øvrig ikke avdekket økonomiske eller organisatoriske forhold som skulle tilsi at aksjene i TeleComputing ASA ikke er egnet for notering. 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 godkjent introduksjonsprospekt finner Oslo Børs at vilkårene for opptak til notering er oppfylt

**Telenor ASA – søknad om notering på hovedlisten på Oslo Børs (Børsstyrevedtak av 14.11.00)**

### **1. Innledning**

Telenor er det ledende telekommunikasjonsselskapet i Norge. Selskapets forgjenger, Norsk Telegrafvesen ble etablert av staten i 1855. Frem til begynnelsen av 1980-årene hadde selskapet monopol på levering av telekommunikasjonstjenester, hvoretter markedet gradvis har blitt åpnet for konkurranse. Pr. 1. januar 1998 ble det åpnet for full konkurranse. Som del av dereguleringsprosessen ble Telenor omdannet til heleid statsaksjeselskap i 1994. I september 2000 ble ansvaret for forvaltningen av statens eierinteresser i selskapet overført fra Samferdselsdepartementet til Nærings- og handelsdepartementet.

I juli 2000 endret tidligere Telenor AS navn til Telenor Communications AS. Videre ble aksjene i dette selskapet overført til det nystiftede Telenor ASA. Telenor ASA er således et rent holdingselskap som kun eier aksjene i Telenor Communications AS. Selskapet har med andre ord ikke eksistert i tre år. Det heleide datterselskapet, Telenor Communications AS, har dog drevet sin virksomhet i over tre år samt offentliggjort årsregnskap for de siste tre regnskapsår. Selskapet har søkt om dispensasjon fra kravet i børsforskriften § 2-2 tredje ledd.

Selskapets hovedkontor er i Oslo.

Selskapet søker parallelt med notering på Oslo Børs også om sekundærnotering på Nasdaq gjennom en ADR-fasilitet.

--- --

Sett i forhold til børsens interne retningslinjer for vurdering av den økonomiske situasjonen i selskaper som søker om børsnotering, er selskapet verken prekommersielt eller tapsbringede i sin virksomhet. Selskapet har foretatt vesentlige investeringer finansiert ved lånekapital. Dette medfører at selskapet i de kommende år vil måtte benytte betydelige midler til nedbetaling av gjeld. En vesentlig del av dette er forutsatt nedbetalt ved hjelp av det emisjonsproveny som selskapet forventer å innhente i forbindelse med børsnotering. Skulle etterspørselen etter selskapets aksjer i den forbindelse være mindre enn forutsatt har dog selskapet blant annet opsjoner på salg av eiendeler som vil medføre vesentlig tilgang på likvider dersom de utøves.

Administrasjonen legger etter dette til grunn at selskapets økonomiske situasjon ikke er til hinder for en børsnotering av selskapets aksjer.

Selskapets revisor er Arthur Andersen & Co. Det er avgitt revisjonsberetninger for Telenor Communications AS uten forbehold eller presiseringer de siste tre år.

--- --- ---

## 2. Aksjekapital og eierstruktur

Selskapets aksjekapital er på søknadstidspunktet NOK 8,4 mrd. fordelt på 840.000 aksjer hver pålydende NOK 10.000. Samtlige aksjer er eid av Staten ved Nærings- og Handelsdepartementet. Selskapets har kun en aksjeklasse og hver aksje har en stemme. Aksjene er fritt omsettelige og selskapets aksjer er ikke undergitt eierbegrensninger eller konsesjonsvilkår.

Selskapet skal den 10. november avholde ekstraordinær generalforsamling. I generalforsamlingen vil det bli vedtatt å foreta en kapitalforhøyelse. Størrelsen på kapitalforhøyelsen og prisintervallet som skal benyttes i bookbuilding perioden vil bli vedtatt på samme tidspunkt. Det vil på samme tidspunkt bli besluttet om det i tillegg skal foretas et annenhåndssalg av en del av statens aksjer. Det legges opp til at retail-tegnere i Norge skal få tegne aksjer til en rabattert kurs samtidig som det vil utstedes bonusaksjer til de av tegnerne som fortsatt eier aksjene etter ett år.

Selskapet sier i søknaden at en indikasjon på selskapets verdi før kapitalforhøyelse kan være NOK 100 mrd. Det presiseres dog at en slik indikasjon er svært usikker. Det heter videre at det forventes at statens eierandel etter kapitalforhøyelse og evt. annenhåndssalg vil være om lag 75%. Selskapet arbeider utfra en hypotese om at emisjonsdelen vil utgjøre ca 21% av selskapets markedsverdi etter emisjonen. Det tilsier i så fall at staten vil foreta et spredningssalg på om lag 4% av aksjene i selskapet beregnet utfra antall aksjer i selskapet etter emisjonen.

Dersom markedsverdien før emisjonen antas å være ca NOK 75 mrd tilsier dette at emisjonen vil utgjøre ca NOK 20 mrd mens et spredningssalg kan utgjøre ca NOK 5 mrd. Alternativt kan emisjonen alene utgjøre NOK 25 mrd.

Det vil videre bli foreslått en aksjesplitt som gjør at hver aksje vil ha en antatt markedsverdi på i underkant av NOK 100. Det forventes også at selskapets styre forut for børsnoteringen vil bli gitt fullmakt til å utvide aksjekapitalen med ytterligere inntil 10%. Fullmakten skal også kunne benyttes ved tingsinnskudd og fusjon.

Som nevnt vil størrelse av emisjon og evt. annenhåndssalg først bli besluttet den 10. november. Det vil bli orientert om utfallet av generalforsamlingen på børsstyrets møte den 14. november.

Det kan ikke utelukkes at den beslutning som fattes den 10. november eller resultatet av emisjonen og spredningssalget medfører at mindre enn 25% av aksjene i selskapet er spredt blant allmennheten, ref. børsforskriften § 2-1 fjerde ledd.

Med mindre etterspørselen etter aksjen i forbindelse med emisjon og evt. spredningssalg skulle være spesielt lav vil den fri flyten utgjøre et betydelig beløp. Legges forutsetningen om en verdi på selskapet på NOK 75 mrd. før emisjon til grunn og en forutsetning om at mellom 15% og 25% skal spres blant allmennheten tilsier dette at den frie flyten vil ha en verdi på minst NOK 13 mrd. Selskapets målsetting er videre å få "betydelig mer enn 50.000 aksjonærer". Etter børsforskriften § 2-1 femte ledd kan

børsstyret gi dispensasjon fra kravet om at minst 25% av aksjene skal være spredt blant allmennheten. Forutsetningen for å gi dispensasjon er at "aksjene likevel anses egnet for notering på grunn av et stort antall aksjer og deres omfattende spredning blant allmennheten".

Administrasjonen er av den oppfatning at det på bakgrunn av ovenstående bør gis dispensasjon, dog slik at det må settes en nedre grense for hva den frie flyten kan være. Administrasjonen antar at det skulle være tilstrekkelig å ha en nedre grense som innebærer at verdien av den frie flyten minst må utgjøre NOK 15 mrd. Med en fri flyt av en slik størrelse må det antas at det vil bli god likviditet i aksjen. Med en slik nedre grense for verdien av den frie flyten vil det etter administrasjonens vurdering være tilstrekkelig å sette nedre grense for relativ andel av aksjer i fri flyt til 15%.

Administrasjonen anbefaler utfra dette at det stilles som vilkår at den frie flyten minst må utgjøre 15% av antall aksjer i selskapet etter emisjonen samtidig som markedsverdien av den frie flyten minst må utgjøre NOK 15 mrd. Et slikt vilkår er tatt opp muntlig med representanter fra selskapet som er komfortable med et slikt vilkår.

Telenor og/eller staten vil videre gi tilretteleggerne en overtildelingsopsjon. Det har fra selskapets side vært antydning at denne vil være på 15% av det antall aksjer som omfattes av kapitalforhøyelsen og annenhåndssalget.

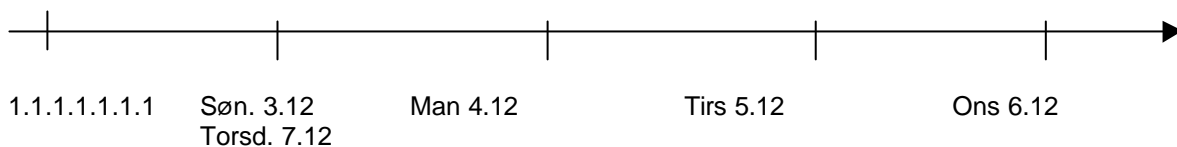
Telenor og staten vil videre inngå en avtale med tilretteleggerne om ikke å utstede eller selge, inngå avtale om å selge eller tilby Telenor aksjer i en periode på 180 dager fra den dag prospektet er datert, med mindre tilretteleggerne gir samtykke.

### 5.1 Nærmere om "if-issued" notering

Selskapets tidsplan innebærer tegningsperiode i tilbudet til allmennheten fra fredag 17. til torsdag 30. november. Det vil også være en institusjonell transje med tegningsperiode fra 13. november til 1. desember.

2. og 3. desember vil det foretas prising og tildeling. Telenor og dets rådgivere har sammen med VPS utarbeidet et system som skal gjøre det mulig for både institusjonelle og retail investorer å foreta handel i aksjen før aksjene er betalt og utstedt. Systemet gjør det mulig å notere den ubetalte og ikke utstedte aksjen allerede fra og med mandag 4. desember. Denne type "if issued" handel er vanlig internasjonalt. Det forventes at aksjen skal noteres på Nasdaq fra samme tidspunkt.

Prosessten kan beskrives som følger:



Søndag 3. desember: Prising og tildeling finner sted. Underwriting agreement inngås, hvoretter tilretteleggerne garanterer for fulltegning og betaling i institusjonell transje samt for betaling i retail-transjen. Kun forbehold for force majeure lignende forhold ("ekstraordinære omstendigheter") gjenstår.

Mandag 4. desember: Første noteringsdag. Handler kan ikke foretas med kortere oppgjørperiode enn T+3. På hver retailtegners VPS-konto vil det fremgå hvor mange aksjer den enkelte har fått tildelt. Tildelingslister i institusjonell transje sendes meglerne. Dette gjør det mulig å se hvem som har fått tildelt aksjer. Det iverksettes trekk på retail-tegneres bankkonti. For de som har fått foretatt trekk blir dette anmerket på den enkeltes VPS-konto slik at det fremgår at aksjene både er tildelt og betalt. Anmerkningen fremkommer om morgenen tirsdag 5. desember.

Tirsdag 5. desember: Andre noteringsdag. Aksjen inkluderes i totalindeksen. Ved manglende dekning på retailtegners bankkonto mandag foretas nytt forsøk på trekk.

*Onsdag 6. desember: Force majeure forbehold løftes. Dersom det ikke løftes reverseres alle transaksjoner og aksjen strykes fra notering. Kapitalforhøyelsen registreres i Foretaksregisteret. Innbetaling av aksjekapital og overkurs har funnet sted ved at retail-tegnere har betalt eller at betalingsgaranti har blitt effektiv i retail-transje. I institusjonell transje forskutterer tilretteleggerne betalingen ("pre-funding"). Aksjene registreres på tegners konti i VPS, og teller med i dekningskontroll for handler foretatt mandag med oppgjørperiode T+3. Ved spredningssalg vil også disse aksjene legges inn på kjøperes VPS-konti. Kjøpernes forvaltere garanterer for betaling for aksjene ved å akseptere mottak av aksjen i VPS.*

*Torsdag 7. desember: Oppgjør av handler foretatt mandag med T+3 finner sted så snart Norges Bank har gitt klarsignal for megleroppjøret. Dersom en megler ikke ved innskudd eller garanti har dekning for kjøpte aksjer kan handlene falle. For de tilfeller hvor retail-tegnere ikke har foretatt innbetaling og betalingsgaranti blir effektiv vil handlene falle, og megler som har forstått salg av deres aksjer må dekke inn manglende aksjer. Begge muligheter for at handler faller under dekningskontroll/oppgjør representerer situasjoner som meglerne er i hver dag.*

*Et spørsmål er hvorvidt børsloven § 4-4 første ledd er til hinder for en ordning som beskrevet. Nevnte bestemmelse lyder:*

*"Ved forhøyelse av aksjekapitalen i et børsnotert aksjeselskap skal den nye aksjekapitalen tas opp til børsnotering når det fra selskapet foreligger skriftlig bekreftelse om at den ny kapitalen er registrert fullt innbetalt i Foretaksregisteret og de nye aksjene er registrert i Verdipapirsentralen."*

*Tidligere har Oslo Børs lagt til grunn at bestemmelsen er til hinder for "if issued handel". Etter en nærmere vurdering i forbindelse med noteringen av Scandinavian Online (SCO), kom man imidlertid frem til at børsloven § 4-4 første ledd ikke forutsatte en så streng praksis. Praksisendringen kan i korte trekk begrunnes med at bestemmelsen kan forstås slik at notering av nyemitterte aksjer skal finne sted så snart registrering i Foretaksregisteret og VPS er bekreftet overfor børsen - hverken senere eller tidligere. Ordlyden er imidlertid ikke helt klar, og bestemmelsen kan også leses slik at det er det seneste tidspunkt for notering. Av forarbeidene fremgår det at hensikten var å lovfeste automatisk notering, uten at det skulle være opp til selskapet å bestemme om og når dette skal skje (NOU 1985:33 s 113 og Ot prp nr 83 (1986-87) s 103). Selv om visse uttalelser i forarbeidene isolert sett kan tyde på at bestemmelsen ufravikelig bestemmer tidspunktet for notering, slik at notering heller ikke kan skje før registrering, synes det klart at spørsmålet om "if issued handel" ikke ble vurdert. Det kan også hevdes at børsloven § 4-4 første ledd kun retter seg mot selskaper som allerede er børsnotert. På denne bakgrunn synes det ikke å være grunnlag for å tolke bestemmelsen som et forbud mot slik handel. Spørsmålet må derfor løses på annet grunnlag. Da det ikke er andre lovbestemmelser som regulerer spørsmålet, må avgjørelsen treffes på bakgrunn av de hensyn som gjør seg gjeldende. Utgangspunktet må være at det er et markedsmessig behov for "if issued-handel", og at det bør åpnes for slik handel såfremt avgjørende hensyn ikke taler imot.*

*I SCO-saken ble det åpnet for "if issued-handel" for institusjonelle investorer basert på lånte aksjer, dvs allerede utstedte aksjer. I så måte kom spørsmålet ikke på spissen. Den tildelings- og betalingsprosess som det er lagt opp til i forbindelse med emisjonen og noteringen av Telenor, skulle ikke innebære noen ytterligere risiko for tegnere og annenhåndskjøpere sammenlignet med andre emisjoner, ut over risikoen for at det inntreffer et force majeure lignende forhold. Det siste vil det imidlertid markedet være fullt ut informert om. På dette grunnlag synes det ikke å være tungtveiende hensyn som taler imot "if issued-handel". I denne sammenheng kan nevnes bestemmelsen i § 4-4 første ledd ikke er videreført i ny børslov. Dette er begrunnet med at "en slik bestemmelse ikke er nødvendig eller hensiktsmessig ..., og at den heller ikke tar hensyn til avvikende løsninger for utenlandske aksjeselskaper. ... [D]en enkelte børs er nærmest til selv å regulere dette i sine standardvilkår." (NOU 1993:3 s 215 og Ot prp nr 73 (1999-2000) s 124).*

*Etter administrasjonens vurdering bør aksjen kunne noteres fra og med mandag 4. desember. I tiden frem til børsåpning torsdag 7. desember er det en teoretisk risiko for at force majeure forbeholdet gjøres gjeldende. Videre er det risiko for at det foretas handel med aksjer som ikke kan leveres på oppgjør dagen, enten som følge av at aksjene ikke betales og derved heller ikke leveres tegner eller ved at den som har fått tildelt aksjer selger aksjene flere ganger.*

Risikoen for at levering ikke vil finne sted er en generell risiko som involverte meglere tar ved enhver handel som gjennomføres, og er ikke spesiell i denne situasjonen. Risikoen reduseres ved at meglerne fra og med tirsdag kan kontrollere den enkeltes VPS-konto for om betaling har funnet sted. Tilsvarende vil megler ha mulighet for å undersøke i VPS om det er innmeldt salgstransaksjoner på aksjene tidligere.

**Global Geo Services ASA – klage over vilkår for opptak til børsnotering (Protokollutskrift fra børsstyrets møte 20.12.00)**

## 1. Bakgrunn

Børsstyret fattet i møte 14. november 2000 vedtak med følgende konklusjon:

*”Børsstyret vedtok å ta aksjene i Global Geo Services ASA opp til notering på SMB-listen ved Oslo Børs. Det er gitt dispensasjon fra kravet i børsforskriften § 2-1 tredje ledd om at selskapet skal ha bestått i minst tre år og drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år. Det forutsettes at selskapet oppnår en spredning tilsvarende minimum 500 børsposteiere som ikke er tilknyttet selskapet i henhold til børsforskriften § 2-3, og at det utarbeides et prospekt som tilfredsstiller kravene i børsforskriften til prospekt ved børsintroduksjon. Børsdirektøren gis fullmakt til å fastsette første noteringsdag, dog ikke senere enn 20. desember 2000.”*

Det vises til administrasjonens innstilling til børsstyret av 26. oktober 2000 (vedlegg 1) og brev fra Oslo Børs til Wikborg, Rein & Co. av 1. desember 2000 (vedlegg 2) for børsens tidligere vurderinger i saken. Faks fra Wikborg, Rein & Co mottatt 23. november 2000 vedrørende mulig klage i saken er også vedlagt (vedlegg 3).

Børsstyrets vedtak ble meddelt Global Geo Services ASA (”GGS”) 14. november 2000. Utskrift av børsstyrets protokoll ble oversendt selskapet 23. november 2000. GGS har ved brev av 6. desember 2000 rettidig påklaget vedtakets vilkår om en spredning tilsvarende 500 børsposteiere som ikke er tilknyttet selskapet til børsklagenemnda (vedlegg 4). Børsstyret anmodes om å omgjøre vilkåret av eget tiltak.

## 2. Rettslig utgangspunkt for klagen

Børsstyrets vedtak om opptak av selskapets aksjer til notering på SMB-listen er et vedtak som gjelder selskapets ”rettigheter og plikter”, jf. forvaltningsloven § 2 første ledd, bokstav b. Vedtaket er således et enkeltvedtak. Vedtaket er gjenstand for klage til børsklagenemnden, jf. børsforskriften §§ 3-3 og 26-1 første ledd.

Børsforskriften § 26-3 annet ledd angir en klagefrist på to uker. GGS har fremsatt klagen rettidig.

## 3. Klagerens anførsler

Selskapet begrunner sin klage i to uavhengige forhold. For det første gjør selskapet gjeldende at kravet til allmenn interesse er oppfylt med det antall børsposteiere som selskapet har på klagetidspunktet (276 børsposteiere som ikke er tilknyttet selskapet pr 5. desember 2000). Videre gjøres gjeldende at vilkåret representerer en forskjellsbehandling av GGS som strider mot alminnelige forvaltningsrettslige prinsipper.

Selskapet bemerker at det ikke mottok noen indikasjon på at det ville bli stilt et vilkår om minst 500 børsposteiere før noen få dager før børsstyret fattet sitt vedtak.

### 3.1 Krav til ”allmenn interesse”

Selskapets forretningsidé er å initiere og ferdigstille seismiske undersøkelser gjennom å forestå innsamling og prosessering av data. Selskapet påpeker at to av verdens dominerende seismikk- og oljeserviceselskaper, Petroleum Geo Services ASA (”PGS”) og TGS-NOPEC ASA (”TGS”) er norske og notert på Oslo Børs. Basert på statistikk utarbeidet av Oslo Børs Informasjon AS hadde både PGS og TGS en omsetningshastighet på sine aksjer på mer enn 200 % i 1999. Selskapet anfører at dette illustrerer interessen for aksjer i selskaper som driver denne typen virksomhet. Videre har børsstyret understreket i sin innstilling at markedet nettopp har kjennskap til denne virksomheten, og at det derfor kan gis unntak fra tre-års kravet.

*Selskapet viser til s. 12 i protokollen fra børsstyremøtet 14. november 2000 hvor det fremgår at børsen antar at selskapets størrelse gir grunnlag for en regelmessig omsetning av aksjene i GGS.*

*Etter selskapet oppfatning bekrefter den handel som har funnet sted med selskapets aksjer i OTC-markedet, at aksjene må antas å ha allmenn interesse. Etter selskapets beregninger har selskapets aksjer hatt en gjennomsnittlig omløpshastighet på ca 65 % i perioden 12. oktober til 4. desember 2000, mot gjennomsnittlig omløpshastighet på ca 51 % på SMB-listen i oktober 2000. I oktober og november 2000 har selskapets aksjer vært handlet henholdsvis 13 av 14 og 20 av 22 handledager. Selskapet hevder at gjennomsnittlig antall handledager for selskaper notert på SMB-listen for oktober 2000 var 11 av 22 handledager, og at bare 23 av 77 selskaper notert på SMB-listen hadde like mange eller flere handledager i oktober.*

*Som nevnt hevder selskapet å ha 276 børsposteiere som ikke er tilknyttet selskapet pr 5. desember 2000. Selskapet viser til Oslo Børs' årsstatistikk for 1999 hvor det fremgår at 25 av 77 selskaper notert på SMB-listen hadde færre aksjonærer enn 500. Etter selskapets oppfatning er det derfor grunn til å anta at det var flere selskaper enn 25 som på det nevnte tidspunkt hadde under 500 børsposteiere, siden statistikken bare viser antall aksjonærer og ikke antall børsposteiere. Selskapet viser også til at antall børsposteiere i GGS har økt med 155 siden notering på OTC-listen 12. oktober 2000.*

*Selskapet viser til at GGS har en markedsverdi på tilnærmet NOK 650 millioner, og hevder at gjennomsnittlig markedsverdi for selskaper på SMB-listen for oktober 2000 var ca NOK 375 millioner.*

*Etter selskapets beregninger har GGS en betydelig høyere markedsverdi og et betydelig høyere antall handledager enn gjennomsnittet av selskapene på SMB-listen. Selskapet hevder at omløpshastigheten til GGS er betydelig bedre enn gjennomsnittet av selskaper på SMB-listen dersom aksjer i fri flyt legges til grunn, men at selskapet også ligger godt over gjennomsnittlig nivå når det gjelder totalt antall aksjer. Selskapet anfører at "Dette til tross for at aksjer på SMB-listen generelt er vesentlig lettere å omsette enn aksjer notert på OTC-listen og til tross for et svakt aksjemarked i store deler av perioden, noe som ikke minst har rammet selskaper på OTC-listen hardt. Dette viser at likviditeten i selskapets aksjer vil være god og at aksjene er gjenstand for allmenn interesse."*

*Selskapet anfører at det på dette grunnlag er tilstrekkelig allmenn interesse for aksjene.*

*Det anføres også at børsstyret i innstillingen begrunnet kravet om 500 børsposteiere med at det eksisterer lock-up avtaler. I klagen anfører selskapet følgende:*

*"I brev datert 01.12.2000 gjør Oslo Børs gjeldende at dispensasjon fra kravet til at selskapet skal ha bestått i minst tre år, risikoforhold og salgstreksjoner har hatt betydning for at det ble stilt vilkår om minimum 500 børsposteiere for notering på SMB-listen. Med unntak av salgstreksjoner fremgår dette ikke av protokollutskrift fra møtet 14.11.2000. Som nevnt, er f.eks. dispensasjonen fra tre-års kravet begrunnet med markedets gode forutsetninger for å kunne vurdere selskapets aksjer ut fra kjennskap til den type virksomhet det driver. Den begrunnelse som gis for vilkåret om 500 børsposteiere, er knyttet direkte og entydig til kravet om at aksjene må antas å ha allmenn interesse.*

*Når det gjelder salgstreksjoner, vil vi ta utgangspunkt i punkt 4.8 i Børssirkulæret hvor det uttales.*

*Børsstyret vil normalt legge til grunn at en viss kontinuitet i eierforholdet fra hovedaksjonæren(e)s side er en forutsetning for den kontinuitet i selskapet som forutsettes ved en børsnotering. En slik kontinuitetsforutsetning vil normalt løpe ca. ett år frem i tid.*

*Norex Group AS og Trond Christoffersen har forpliktet seg til ikke å selge henholdsvis 190.000 aksjer og 9.652.000 aksjer i Selskapet uten samtykke fra tilretteggerne før 2. juni 2001. Denne forpliktelse bidrar til kontinuitet i eierforholdet.*

*Norex Group AS' forpliktelse til ikke å selge seg ned til under 50 % (12.375.000 aksjer) uten samtykke fra Civil Development & Housing Organization of Mustazafan & Janbazan Foundation (CDHO of MJF) bortfaller ved samtykke fra 72 % av møtende stemmer (inklusive Norex Group AS) på ekstraordinær generalforsamling i selskapet hvor Norex Group AS kontrollerer 50 % av den*



*totale aksjekapital. Ved ekstraordinær generalforsamling avholdt 23.10.2000 møtte ca. 63 % av total aksjekapital, hvilket illustrerer at Norex Group AS etter all sannsynlighet vil oppnå samtykke til nedsalg selv om samtlige øvrige aksjonærer som møter, skulle stemme mot. Som påpekt i introduksjonsprospektet er Norex Group AS er i forhandlinger med CDHO of MJF om å konvertere kontraktsforholdet til en eierinteresse i selskapet. Forhandlingene antas å være utført i løpet av kort tid noe som under enhver omstendighet ventelig vil innebære bortfall av forpliktelsen.*

*Selskapet er som nevnt av den oppfatning av samtlige salgsrestriksjoner vil være bortfalt senest 2. juni 2001. Man finner uansett grunn til å minne om at Børsstyret har konkludert med at det selv med eksisterende salgsrestriksjoner er grunnlag for en regelmessig omsetning i selskapets aksje."*

*Selskapet kan på den bakgrunn ikke se at lock-up avtalene er relevante i forhold til kravet om 500 børsposteiere.*

### 3.2 Forskjellsbehandling

*Selskapet gjør gjeldende at det må være klart at de alminnelige forvaltningsrettslige prinsipper for utøvelse av skjønnsmyndighet kommer til anvendelse for børsstyret når det fatter vedtak som er bestemmende for private rettssubjekters rettigheter og plikter. Selskapet legger til grunn at det ikke tidligere er stilt krav om et bestemt antall børsposteiere utover minstekravet for å bli tatt opp til notering på SMB-listen. Etter selskapets oppfatning er det ikke godtgjort noe grunnlag for at GGS skal bli pålagt å ha 500 børsposteiere for å bli tatt opp til notering på SMB-listen, som det eneste selskap siden SMB-listen ble opprettet i 1992.*

*De opptakssaker som Oslo Børs har vist til i brev av 1. desember 2000 (vedlegg 2), gjaldt alle opptak til hovedlisten. Etersom spredningskravet til hovedlisten er betydelig høyere enn til SMB-listen, mener klager det er tvilsomt hvilken verdi en sammenligning har.*

*Klager har kort kommentert relevansen av de omtalte sakene. Når det gjelder sekundær noteringen av Scandinavian Online AB (SOL) på hovedlisten, ble det stilt krav om 1000 børsposteiere i VPS. Normalt er det tilstrekkelig med 100 børsposteiere som er registrert i VPS for sekundærnoterte selskaper. Etersom SOL uansett ville bli notert på SMB-listen, mener klager at saken ikke er relevant. Ved opptaket av Stolt Sea Farm Holdings Plc (SSF) til hovedlisten ble det ikke stilt krav utover minimumskravet på 1000 børsposteiere til tross for at mellom 72-74 % av selskapet aksjer ikke ville vært gjenstand for omsetning. I tillegg til unntaket fra kravet om tre års drift, ble det også gitt unntak fra kravet om at alle aksjeklasser skulle børsnoteres. I vedtaket om å oppta Enitel ASA (Enitel) til børsnotering, var det heller ikke satt krav om at et bestemt antall børsposter utover minstekravene måtte eies av andre enn partene i en aksjonæravtale relatert til selskapet aksjer.*

*Klager anfører på denne bakgrunn at det ikke er grunnlag for å stille som vilkår for opptak av GGS til notering på SMB-listen at selskapet har 500 børsposteiere som ikke er tilknyttet selskapet. Etter selskapets oppfatning følger dette både av at det må antas å være allmenn interesse for selskapets aksjer med dagens antall børsposteiere, og at det i henhold til forvaltningsrettslige prinsipper ikke er adgang til å forskjellsbehandle selskapet på denne måten.*

*Videre anmoder selskapet om at fristen for første noteringsdag, som er satt til 20. desember 2000, utsettes til en måned etter at klagesaken er avsluttet.*

## 4. Børsens merknader

*Oslo Børs har en visjon om å være en likvid markedsplass. Likviditet er en forutsetning for rettferdig prisdannelse og bidrar til effektiv kanalisering av ressurser til de mest lønnsomme prosjektene for investorer. Gjennom børsens strategiplan er det stadfestet at alle tiltak og ressursallokeringer som børsen foretar bør være knyttet opp mot formålet om økt likviditet og bedret tillit. Det er slått fast at håndteringen av selskapenes notering i større grad bør skje med referanse til forventet likviditetsnivå.*

*Nedenfor følger en redegjørelse for børsens tolkning og praktisering av de aktuelle bestemmelser og vilkår i børsforskriften om børsnotering. Deretter er saker som til en viss grad kan sammenlignes med børsnoteringen av GGS kort omtalt. Til slutt har vi knyttet enkelte bemerkninger til begrunnelsen for å sette et vilkår om 500 børsposteiere for notering av GGS på SMB-listen ved Oslo Børs og imøtegått GGS*

anførsler.

#### 4.1 Rettslig utgangspunkt

Det følger av børsforskriften § 1-1 at børsstyret overfor selskaper kan:

”stille vilkår for opptaket av de finansielle instrumentene til børsnøtering”

For børsnøtering av selskaper fremgår det av børsforskriften §2-1 første ledd at aksjene kan:

”tas opp til børsnøtering dersom aksjene antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning”

Det er således ingen plikt for børsstyret til å oppta et selskaps aksjer til børsnøtering, selv om de nevnte krav er oppfylt. Vurderingen er med andre ord overlatt til børsens skjønn, men det er en forutsetning at de minstekrav som fremgår av børsforskriften § 2-1 må være oppfylt. Tilsvarende gjelder for børsens adgang til å gi unntak fra kravet om tre års drift – dog forutsatt at det foreligger ”særlige tilfelle” og de øvrige krav er oppfylt, jfr. tredje ledd.

Det følger av børsforskriften § 2-1 fjerde ledd at børsstyret skal fastsette kravet til antall børsposteiere. De krav og prosedyrer som stilles til et selskap som skal børsnøteres, er nærmere omtalt i børssirkulærene 2/98 og 19/99.

En børsnøtering av et selskap beror på en totalvurdering av selskapet hvor visse minstekrav må være oppfylt. Det er en rekke forhold både av kvalitativ og kvantitativ art som må tilfredsstilles, noe som medfører at det er vanskelig å foreta en direkte sammenligning av to vedtak om børsnøtering.

Det for tiden gjeldende krav om minst 100 børsposteiere for selskaper på SMB-listen, er et minimumskrav. Dette fremgår blant annet av sirkulære nr 19/99, som redegjør for de forhold som børsen legger vekt på i vurderingen av om et selskap er egnet for nøtering.

Fra sirkulærets innledning hitsettes:

”Tilfredsstillende likviditet i et selskaps verdipapirer er svært viktig for en riktig prising av verdipapirene. Selv om et selskap kvalifiserer for nøtering i henhold til minimumskriteriene for opptak, er dette ofte ikke tilstrekkelig for at det skal kunne oppnås en tilfredsstillende likviditet og dermed en effektiv prising av selskapets aksjer.

[...]

Børsen vil også kunne vektlegge andre kriterier etter en skjønnsmessig vurdering”

Under sirkulærets punkt 3.1 er det redegjort for kravet om allmenn interesse. Det fremgår at kravet både har et kvantitativt og et kvalitativt element, og det heter videre at:

”Selskapene kan i utgangspunktet gå ut fra at dersom kravene til spredning m.h.t. antall børsposteiere [er oppfylt], er det kvantitative element i kravet til allmenn interesse oppfylt.

Det presiseres likevel at dette må anses som et minimumskrav. Normalt vil innfrielse av minimumskravene til antall børsposteiere ikke være tilstrekkelig til å skape likviditet i en aksje. Fremstår i tillegg selskapet gjennom sin forretningsidé eller på annen måte som et selskap som ikke kan forventes å ha interesse for allmennheten, vil ikke tilfredsstillelse av antall børsposteiere være tilstrekkelig for å oppfylle den mer kvalitative vurdering av kravet til allmenn interesse.”

Under punkt 3.2 i børssirkulæret fremgår følgende om forventningen om regelmessig omsetning:

”Selskapene kan i utgangspunktet legge til grunn at oppfyllelse av spredningskravet (jfr. pkt. 3.1) også innebærer at de kravene børsstyret vil stille til forventning om ”regelmessig omsetning” er oppfylt. Se likevel kommentaren ovenfor (pkt. 3.1) hvor det presiseres at dette kun er et minimumskrav, og at tilfredsstillelse av minimumskravene normalt ikke vil være tilstrekkelig til å skape likviditet i en aksje.”

*På denne bakgrunn er det klart at det kan være aktuelt for Oslo Børs å stille ytterligere krav for opptak til notering av et selskaps verdipapirer enn det som følger av minimumskravene.*

#### 4.2 Tidligere praksis

*Når det gjelder tidligere praksis har børsen funnet det mest hensiktsmessig å se på de saker som har vært behandlet etter at det omtalte børssirkulære nr 19/99 ble utgitt i desember 1999. Børsens tolkning av vilkårene for børsnotering ble på dette tidspunkt strammet noe inn.*

*Det vil nødvendigvis bero på det individuelle selskap og børsstyrets skjønn hvilke krav som stilles utover minimumskravene. Særlige forhold ved selskapet eller dets aksjer vil påvirke hvor tyngende eller strenge disse kravene er. Ettersom det er umulig å finne to like selskaper, vil det også være vanskelig å finne praksis som er direkte anvendelig.*

*Det er ingen prinsipiell forskjell i krav til egnethet og allmenn interesse for opptak til børsnotering på SMB- og hovedlisten, selv om det er forskjeller i enkelte av de kvantitative kravene (markedsverdi og antall børsposteiere). Saker om opptak til hovedlisten kan derfor også være relevante for saker om opptak til SMB-listen. Både ved vedtakene om opptak til notering av Scandinavian Online AB (SOL) (sak 90/2000) og Stolt Sea Farm Holdings Plc (SSF) (sak 111/2000) ble det stilt ytterligere krav, også om et høyere antall børsposteiere, utover det som i utgangspunktet er minimumskravet. Selv om sakene gjaldt søknad om opptak til notering på hovedlisten, er de relevante ettersom de viser at det kan stilles krav utover minimumskravene når det søkes om dispensasjoner eller det foreligger andre forhold som har betydning for selskapets antatte egnethet og den allmenne interessen for selskapet.*

*SOL søkte om sekundærnotering av aksjene på hovedlisten. Minimumskravene ved sekundærnotering følger av børssirkulære 19/99 pkt. 4. Blant annet er det krav om at sekundærnoterte selskaper må ha 100 børsposteiere registrert i VPS. Ved vurderingen av hvilken liste selskapet aksjer skal noteres på, legges imidlertid det totale antall børsposteiere til grunn (ikke bare antallet som er registrert i VPS). Normalt kreves at et selskap som søker sekundærnotering på hovedlisten har hatt positivt driftsresultat minst ett av de tre siste årene, samt at markedsverdien på de aksjene som tas opp til notering utgjør minst NOK 300 millioner.*

*Som følge av at SOL fikk dispensasjon fra kravet om positivt driftsresultat minst ett av de tre siste år, ble det i vedtaket forutsatt at selskapet måtte ha minst 1 000 børsposteiere registrert i VPS, og at verdien på aksjene registrert i VPS minst måtte være 1 milliard NOK. Dette er vilkår som er betydelig strengere enn de minimumskrav som normalt kreves.*

*SSF søkte om notering på hovedlisten. I begrunnelsen fremgår blant annet*

*”Når det gjelder kravet om eierspredning er det i forbindelse med at det gis dispensasjon fra børslovens krav om notering av alle aksjeklasser, forutsatt at selskapet oppnår minst 1.000 børsposteiere som ikke tilhører Stolt-Nielsen gruppen eller familien for øvrig, og at verdien på aksjene eid av ’eksterne’ minst må være 1 milliard NOK. Dersom disse krav ikke oppfylles vil selskapet ikke kunne tas opp til notering, da heller ikke på SMB-listen.”*

*Setningen om SMB-listen må forstås på bakgrunn av at selskapet bare søkte om notering på hovedlisten, ikke subsidiært SMB-listen. Hva kravet i tilfelle ville blitt, er ikke vurdert.*

*Vedtakene om å oppta SOL og SSF til børsnotering er også illustrerende for børsens praksis for å kreve høyere markedsverdi for selskaper som ønsker notering på hovedlisten når det gis dispensasjon fra tre års kravet. Ved flere anledninger er det satt krav om en markedsverdi på minst NOK 1 milliard.*

*Opptaket av Enitel (sak 92/99) til hovedlisten viser også at det er stilt krav til et visst antall børsposteiere utover minimumskravet. Enitel søkte primært om opptak på hovedlisten, sekundært på SMB-listen. I vedtaket heter det at spredningen av aksjene måtte være oppfylt blant aksjonærer som ikke hadde tiltrådt en aksjonæravtale relatert til selskapet. Partene i aksjonæravtalen utgjorde en gruppe som ikke nødvendigvis var tilknyttet selskapet slik angitt i børsforskriften § 2-4. Allikevel skulle ingen av dem regnes med ved vurderingen av antall børsposteiere.*

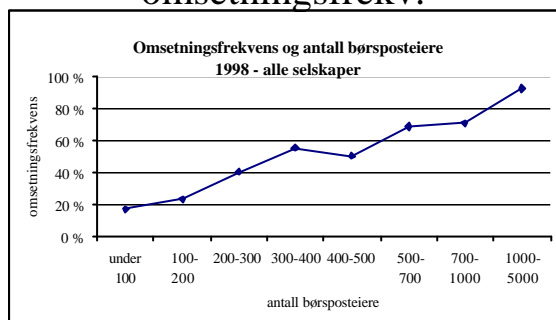
*Sammenfatningsvis viser ovennevnte saker at børsen har en praksis for å sette høyere krav både til*

markedsverdi og antall børsposteiere hvor øvrige vilkår ikke er oppfylt eller er grensetilfeller, og da ut fra konkrete vurderinger.

### 4.3 GGS

GGS ble innvilget dispensasjon fra børsforskriftens krav om at selskapet skal ha drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år. Når det gis dispensasjon fra tre-års kravet, vil markedet normalt ha et visst omsetningsfrekvens.

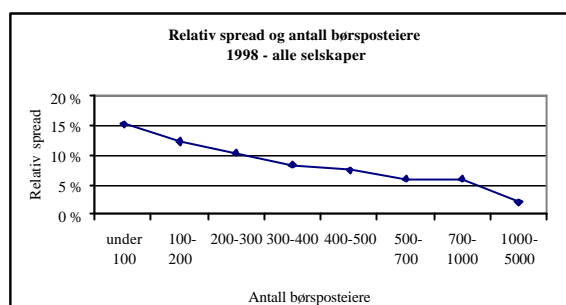
#### Antall børsposteiere og omsetningsfrekv.



len irar  
ekt at ri.  
igt fors.  
sjer er l  
å Oslo

lene og  
ne har i  
en slik r  
året til  
tøvelse  
ør å væ  
ørhold  
vil var

#### Antall børsposteiere og spread



børsposteiere enn det som er minimumskravet.

Klageren har anført at selskapet ikke mottok noen indikasjon på at det ville bli stilt et vilkår om minst 500 børsposteiere før noen få dager før børsstyret fattet sitt vedtak. De aktuelle sakspapirer ble oversendt børsstyret seks dager (8. november) før børsstyrets møte skulle avholdes den 14. november. Noen dager før dette ble det nevnt for selskapets rådgivere (Wikborg, Rein & Co og Sundal Collier & Co ASA) at det kunne være aktuelt at børsstyret ville fastsette et høyere krav til antall børsposteiere enn det minimumskrav som er satt for SMB-listen. Minst 500 børsposteiere ble da antydning som et mulig vilkår.

I forbindelse med børsintroduksjonen ble det planlagt å gjennomføre et offentlig annenhåndssalg av 518.458 aksjer fra Xeron ASA, et 100 % eiet datterselskap av Norex Group AS. Prisen ved annenhåndssalget ble satt til NOK 26,50 pr aksje. Kjøpsperioden varte fra og med 21. november til og med 6. desember 2000. Bare 17 personer har tegnet seg i annenhåndssalget, noe som kan indikere at det ikke er en slik allmenn interesse som klageren anfører. Selskapets aksjer har imidlertid i løpet av kjøpsperioden i hovedsak blitt omsatt til en lavere kurs i OTC-markedet enn kursen ved annenhåndssalget, noe som også må antas å være medvirkende til manglende tegning.

Klageren påpeker at selskapet har hatt en gjennomsnittlig omløpshastighet på ca 65 % i perioden 12. oktober til 4. desember 2000, mot gjennomsnittlig omløpshastighet på ca. 51 % på SMB-listen i oktober 2000. Offshore-sektoren på SMB-listen i oktober 2000 hadde imidlertid en omløpshastighet på ca 94 %. Omløpshastighet er ikke nødvendigvis et godt mål på likviditeten til et selskap, - og en omløpshastighet på 65% er verken spesielt godt eller dårlig. Generelt sett er den beste indikatoren på god likviditet minst mulig forskjell mellom kjøps og salgskurser i selskapets aksjer (liten spread).

Børsen er på generelt grunnlag opptatt av at likviditeten til selskapene på SMB-listen skal være god - noe som ikke er tilfelle for alle SMB-selskaper. Børsen har kartlagt forholdet mellom antall børsposteiere og likviditet i både omsetningsfrekvens og differanse mellom kjøps- og salgskurs (spread). Som det fremgår av tabellene ovenfor, øker gjerne likviditeten både i form av omsetningsfrekvens og spread vesentlig med antall børsposteiere (ca. 12 til 8 % spread fra 100 til 300 børsposteiere), mens fra 300 til 500 bedres fra ca. 8 % til ca. 6 % spread. Det må understrekes at det mellom selskapene er betydelige forskjeller bl.a. ut fra eierstruktur. Til sammenligning viser en undersøkelse av 1995-tall (se Hege Sjø "undersøkelse av likviditeten blant aksjene på Oslo Børs", Praktisk Økonomi og ledelse nr. 1/98) at den gjennomsnittlige spread på industrilisten var 4 %, og at bare 5 noterte selskaper hadde lavere spread enn 0,5 prosent.

*I tråd med den skjønnsutøvelse som loven åpner for og med grunnlag i tidligere praksis, antok børsen at en spredning av selskapets aksjer på 500 børsposteiere ville dokumentere tilstrekkelig allmenn interesse for aksjene i GGS. Børsen antar dette normalt vil være nødvendig hvor det kreves dispensasjoner og/eller er tvil om denne typen vilkår er oppfylt. Selskapet har i dette tilfelle dokumentert en interesse for aksjene og likviditet gjennom omsetning i gråmarkedet til tross for et lavere antall børsposteiere. Som dokumentasjon av allmenn interesse og likviditet finner børsen at kravet etter konkret vurdering her kan settes til 300 børsposteiere.*

#### 4.4 Usaklig eller urimelig forskjellsbehandling

*Det følger av pkt. 4.1 at børsstyret er tillagt et viss skjønn ved vurderingen av om et selskap skal tas opp til børsnotering og tilsvarende ved vurderingen av om det skal gis unntak fra minimumskravene i børsforskriften. Børsforskriftens krav om allmenn interesse og egnethet viser at børsstyret står relativt fritt i sin helhetsvurdering av om selskapet skal børsnoteres eller ikke.*

*Som nevnt vil det være svært forskjellige selskaper som søker om børsnotering, og det er derfor vanskelig å sammenligne de vilkår som stilles i tilknytning til børsnoteringen. Det kan være forskjeller både mellom selskaper og i aksjonærforhold. Praksisen som er referert ovenfor viser at det ikke er uvanlig å stille vilkår utover minimumsvilkårene både til markedsverdi og antall børsposteiere når det gis unntak fra kravet om tre års drift. Det er riktignok aldri satt krav om at et SMB-notert selskap skal ha 500 eller 300 børsposteiere, men så har det heller ikke vært sammenlignbare selskaper som GGS som har søkt om børsnotering. I den forbindelse er det særlig risikoforholdene som er uvanlige - selve virksomheten er markedet kjent med.*

*Det er kun den usaklige eller urimelige forskjellsbehandling som kan medføre at et vedtak blir ugyldig. Børsen er av den oppfatning at vilkåret om 500 og nå 300 børsposteiere ikke er av en slik art at det kan anses som en usaklig eller urimelig forskjellsbehandling av GGS i forhold til andre selskaper som har søkt om børsnotering og hvor det er gjort unntak fra kravet om tre års drift.*

#### 4.5 Konklusjon

*Børsen anser ikke de forholdene som trekkes frem i klagen som tilstrekkelig for å endre børsens vurdering av saken. Basert på det ovennevnte er Oslo Børs av den oppfatning at det ikke foreligger grunnlag for å endre vedtaket. Imidlertid foreslås at fristen for første noteringsdag, som var satt til 20. desember 2000, forlenges til en måned etter at klagesaken er avsluttet.*

### 5. Vedtak

*Børsstyrets vedtak av 14. november 2000 om opptak av aksjene i Global Geo Services ASA til notering på SMB-listen opprettholdes med de vilkår som der er stilt dog slik at kravet til antall børsposteiere endres fra 500 til 300. Børsdirektørens fullmakt til å fastsette første noteringsdag forlenges til senest en måned etter at klagesaken er avsluttet.*

*Klagen oversendes børsklagenemnda for behandling med mindre klager skulle trekke klagen. [Klagen ble trukket og selskapet opptatt til notering da vilkåret ble oppfylt.]*

### 3.3 Obligasjoner

#### **Ad endring av lånekontrakt (brev av 13.12.00)**

*Oslo Børs har i dag av Norsk Tillitsmann AS mottatt kopi av brev sendt til obligasjonseierne i ISIN NO 001 002536.4 hvor det fremgår at Nordmøre Sparebank ønsker å endre låneavtalens vilkår slik at lånet vil være et åpent lån med ramme på NOK 200 mill. Lånet ble i 1999 emittert som et lukket lån på NOK 100 mill. I h.t. brevet til obligasjonseierne vil endringen i låneavtalen bli foretatt med mindre Norsk Tillitsmann AS har mottatt innsigelser fra obligasjonseierne innen 12. januar 2001. Dersom det mottas innsigelser vil det bli innkalt til obligasjonseiermøte hvor endringen vil bli behandlet.*

*Samtidig med mottak av ovennevnte brev mottok Oslo Børs kopi av brev sendt til Den norske Bank ASA hvor det fremgår at Norsk Tillitsmann AS godkjenner at lånet utvides med NOK 50 mill. med innbetaling 14. desember 2000 og at obligasjonene samme dag kan stilles til disposisjon for investorene.*

Oslo Børs anser ovennevnte utvidelse å være et brudd på lånekontrakten, da utvidelsen blir foretatt før endringen i lånekontrakten er akseptert av obligasjonseierne. Som meddelt pr. telefon har Oslo Børs derfor innført børspause for ovennevnte lån.

Obligasjonene som utstedes som følge av utvidelsen vil i følge den informasjonen vi har mottatt bli registrert i Verdipapirsentralen på samme ISIN-nummer som de opprinnelige obligasjonene. Dersom endringen av lånekontrakten ikke blir akseptert av obligasjonseierne vil dette medføre at det kan stilles spørsmålsteget ved gyldigheten til de nyutstedte obligasjonene. Da disse er registrert på samme ISIN-nummer vil det i ettertid ikke være mulig å skille de nyutstedte obligasjonene fra de opprinnelige låneandelene, hvilket vil medføre vanskeligheter med å reversere utvidelsen. Videre kan ovennevnte ovennevnte fremgangsmåte medføre en usikkerhet i forbindelse med kursfastsettelsen.

På bakgrunn av dette vil Oslo Børs sterkt anmode om at Nordmøre Sparebank stanser utvidelsen av ISIN NO 001 002536.4 med innbetaling 14. desember 2000 og at det ikke inngås avtale om nye utvidelser før spørsmålet om endring av lånekontrakten er avklart med obligasjonseierne. Dersom banken til tross for dette velger å gjennomføre utvidelsen, vil Oslo Børs vurdere å suspendere lånet, alternativt midlertidig stryke lånet fra notering, inntil spørsmålet om endring i lånekontrakten er avklart med obligasjonseierne slik lånekontrakten tilsier.

Oslo Børs ber uansett om at vi mottar en børsmelding som beskriver fremgangsmåten for endring av lånekontrakten og evt. om lånet vil bli utvidet før endringen er vedtatt. Vi vil videre be om en skriftlig redegjørelse for saksgangen som ligger bak ovennevnte brev til obligasjonseierne samt at man har valgt å gjennomføre utvidelse av obligasjonslånet før endringen i lånekontrakten er godkjent av obligasjonseierne. Vi ber om at børsmeldingen er oss i hende så snart som mulig og senest innen kl. 16:00 i dag og at den skriftlige redegjørelsen er mottatt innen mandag 18. desember.

## **4. Strykning fra notering**

### **4.1 Strykning**

**Sydvaranger ASA – strykning av selskapets aksjer fra notering (Børsstyrevedtak av 22.08.00)**

#### **1. Innledning**

Saken gjelder strykning av Sydvaranger ASA's ("Sydvaranger") aksjer fra notering på SMB-listen ved Oslo Børs som følge av manglende egnethet for notering.

#### **2. Sakens bakgrunn**

Etter opphør av malmvirksomheten i 1996 fungerer Sydvaranger hovedsakelig som eier av finansielle anleggsmidler, herunder en 50% andel i Pasvik Kraft DA. Varanger Kraft AS fremsatte i november 1999 et frivillig tilbud om kjøp av samtlige aksjer i Sydvaranger. Etter gjennomføring av etterfølgende pliktig tilbud eier Varanger Kraft i overkant av 97% av aksjene i Sydvaranger.

Basert på eierstatistikk fra VPS av 30. juni 2000 er det 999 aksjonærer i Sydvaranger. Kun 74 av disse eier aksjer som tilsvare minst en børspost. 291 aksjonærer eier videre fire eller færre aksjer som, basert på tilbudsprisen i det frivillige og pliktige tilbudet, antas å tilsvare det antall aksjer som det kan fremsettes tilbud innløsning av etter allmennaksjeloven § 4-24 om innløsning av små aksjeposter (aksjeposter som ikke overstiger 500 kroner).

Aksjen har i år 2000 vært omsatt kun tre ganger med et samlet volum på 2.200 aksjer.

I brev til selskapet av 2. mai 2000 ble det varslet om at "det vurderes å fremme forslag om strykning av selskapets aksjer fra notering, med mindre børsen innen 30. juni 2000 mottar en tilfredsstillende plan for at selskapet innen kort tid igjen skal kunne anses å oppfylle vilkårene for notering".

Selskapet har i brev av 14. juni uttalt at selskapets majoritetseier ikke finner det "hensiktsmessig å

foreta et spredningssalg på dette tidspunkt. Vi kan heller ikke se at det er mulig å komme opp med en plan for et spredningssalg eller på annen måte oppfylle børsens vilkår innen 30.06.00." Selskapet har ingen ytterligere kommentar til børsens underretning.

### **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 tilfredsstiller 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."*

Tilsvarende regel følger av børsforskriften § 25-2 første ledd.

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 tredje ledd følger:

*"Før det treffes vedtak etter første ledd skal spørsmålet om strykning og hvilke tiltak som eventuelt kan iverksettes for å unngå strykning, drøftes med utsteder."*

### **4. Selskapets anførsler**

Oslo Børs oversendte utkast til innstilling til selskapet for kommentarer den 20. juli 2000. Selskapet uttaler i sitt svarbrev av 3. august 2000 at "styret i Sydvaranger ASA tar brevet fra Oslo Børs til etterretning og har ikke noen ytterligere kommentar."

### **5. Vurdering**

Etter gjennomføring av etterfølgende pliktig tilbud eier Varanger Kraft i overkant av 97% av aksjene i Sydvaranger.

Med kun 74 børsposteiere oppfyller selskapet ikke minstekravet for antall registrerte børsposteiere i VPS. Videre har det svært begrenset omsetning og likviditet i aksjen på Oslo Børs. Aksjen har i år 2000 vært omsatt kun tre ganger med et samlet volum på 2.200 aksjer. Totalt antall aksjer i selskapet er 2,1 millioner. Aksjen kan derfor vanskelig sies være gjenstand for allmenn interesse og regelmessig omsetning.

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 børsnotert, jf også Per Christiansen, Offentlig kursnotering av aksjer, strykning og suspensjon, Lov og Rett 1989 s. 156 og Berge, 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 børsnoteringen 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 børsnoteringen 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 eller truffet andre tiltak for å bedre likviditeten. Som nevnt over foreligger det heller ikke planer for slike tiltak.

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.  
Den enkelte aksjonær kan videre kreve tvungen overføring i samsvar med allmennaksjeloven § 4-25, hvilket gjør strykning mindre betenkelig.

Kravet i børsforskriften § 25-2 tredje ledd om at spørsmålet om strykning og hvilke tiltak som eventuelt kan iverksettes for unngå strykning skal drøftes med selskapet, er oppfylt i og med Oslo Børs' brev av 2. mai d.å. og selskapets svarbrev av 16. juni d.å. Etter Oslo Børs' vurdering bør selskapets aksjer på denne bakgrunn strykes fra notering på Oslo Børs.

Oslo Børs' praksis tilsier å gi aksjonærene en rimelig varslingsperiode før strykning iverksettes, vanligvis 3-4 uker. Det foreslås derfor at siste noteringsdag settes til 13. september 2000.

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 Sydvaranger ASA fra notering på Oslo Børs. Siste noteringsdag settes til 12. september 2000."

## **5. Informasjonsplikt**

### **5.1 Overtredelsessaker**

**Avgjørelse 25. februar 2000 av klage fra Alcatel STK ASA over børsstyrets vedtak av 18. januar 2000 - spørsmål om informasjonsplikt (Børsklagenemnden - sak 1/2000)**

Saken er inntatt in extensio i "Oslo Børs Vedtak og Sirkulærer 2000, nr. 2".

-----

#### **Begrunnelsen for børsstyrets vedtak av 18. januar og 15. februar 2000**

Børsstyret tar utgangspunkt i børsloven § 4-7 som fastsetter at:

«Foretak hvis verdipapirer er notert på børsen, har plikt til å gi børsen opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene.»

Videre vises det til at nærmere regler om informasjonspliktens innhold er gitt i børsforskriftens kapittel 5 og 6 hvor det følger av § 5-2 første ledd at :

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

Børsstyret legger til grunn at det på det tidspunktet Alcatel mottok Letter of Acceptance fra Moyle Interconnector forelå "opplysninger" i forhold til børsforskriften § 5-2 første ledd. Det vises til at prosessen på dette tidspunktet var kommet så langt at sannsynligheten for at en endelig avtale ville bli inngått var overveiende. Videre vises det til at selskapet på bakgrunn av den informasjon som forelå på tidspunkt for mottak av "Letter of Acceptance", etter børsstyrets oppfatning hadde god kunnskap om rammen for kontrakten og dens betydning for virksomheten. Den økonomiske størrelsen på kontrakten er etter børsstyrets oppfatning nok til å fastslå at informasjonsplikt forelå. Det vises også til kontraktens strategiske betydning for selskapet som ifølge børsstyret innebærer at den ikke kan sies å være en del av et normalt kontraktstilfang for selskapet.

Børsstyret legger videre til grunn at opplysningene måtte antas å være av slik karakter at de var av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksje. I denne forbindelse uttaler børsstyret:



*”Selskapet har gjort gjeldende at børsstyrets vedtak er feil fordi opplysningenes kurspåvirkning ikke er vurdert konkret i forhold til kursen på selskapets aksje. I følge selskapet var det ikke grunn til å anta at opplysningene ville påvirke aksjekursen fordi viktige meldinger erfaringsmessig ikke påvirker kursen.*

*Som det fremgår i børsstyrets vedtak pkt 4, er det svært liten omsetning i selskapets aksje. Selskapet har en aksjonærstruktur som vanligvis skulle gi god likviditet. Selv om 81,4 % av aksjene eies av det franske morselskapet er det resterende spredt på over tusen aksjonærer. Kun et fåtall aksjonærer aksepterte et tilbud om salg av aksjene fra morselskapet et par år tilbake. Minoritetsaksjonærer har i ulike sammenhenger gitt uttrykk for misnøye med den fastlåste situasjonen, og med morselskapets opptreden overfor minoriteten.*

*Grunnlaget for informasjonsplikt er, som fremholdt i selskapets klage, om opplysningene må antas å ha ikke uvesentlig betydning for kursen på det aktuelle selskaps aksje. Normalt vil opplysninger av stor økonomisk eller strategisk betydning for et selskap, ha betydning for investorenes investeringsbeslutninger, som igjen får betydning for kursen.*

*Det er ikke noe vilkår at opplysningene faktisk viser seg å få betydning, så lenge de før offentliggjøring ”må antas” å få slik betydning, jf børsforskriften § 5-2 første ledd. Etter ordlyden og teorien betyr dette at det må ha vært overveiende sannsynlig at offentliggjøring ville gi slik kurspåvirkning, se Ryel i Tidsskrift for forretningsjus 2/96 s 31 og Østensen i samme tidsskrift 3/98 s 78. Det kreves altså noe høyere sannsynlighet for kurspåvirkning enn ”rimelig mulighet” som ble lagt til grunn i børsstyrets vedtak av 18. januar basert på et sitat fra børsklagenemndens sak 1/89. Forskjellen skyldes at formuleringen ”må antas” kom inn etter 1989.*

*For Alcatel må det altså vurderes om det var overveiende sannsynlig at opplysningene ville få ikke uvesentlig betydning for kursen på noe tidspunkt i perioden fra 24. september 1999 da selskapet mottok ”letter of acceptance” til 26. oktober da meldingen ble offentliggjort.*

*Børsforskriften § 5-2 relaterer seg til ”kursen på selskapets aksjer” det vil si til den pris investorene kan kjøpe eller selge sine aksjer for. Således vil i mangel av omsetningskurser, også kjøps- og salgskurser være relevant.”*

*Salgskursen for Alcatels aksjer var ifølge børsstyret med enkelte unntak nokså fast i perioden. Inntil det 19. oktober ble lagt inn kjøpsordre på kurs kr 175, var det ingen kjøpsinteresse for aksjen. Børsstyret uttaler i denne forbindelse:*

*”Kjøpskursen den 19. oktober oppsto altså i perioden mellom sjøkabelkontraktens inngåelse og børsmeldingen om dette. Om denne kjøpsordren skyldtes omtalen av kontrakten i internavisen eller ikke, vites ikke. Det viser imidlertid at selv om omsetningen i selskapets aksje skjer med ujevne mellomrom, er ikke kursene på selskapets aksje så fastlåst som selskapet selv syntes å legge til grunn.”*

*Børsstyret legger til grunn at kontrakten har en så vidt stor økonomisk og strategisk betydning for selskapet, at en alminnelig investor må ventes å legge vekt på dette ved vurdering av hvilken kurs han er villig til å kjøpe eller selge for. I denne forbindelse uttaler børsstyret videre:*

*”Opplysningenes evne til å påvirke kjøps- og salgskurser kan således utløse informasjonsplikt. I tillegg vil det at det eksisterer kjøps- og salgskursinteresse med ujevne mellomrom lede til handel hvor selskapsopplysningene kan få betydning for omsetningskursen. Omsetningen av Alcatel-aksjen er ikke så sjelden og regelmessig at selskapet kunne legge til grunn at det ikke vil skje handel i den aktuelle perioden, og derved unnlate å informere om viktige forhold. For selskapet må det således være påregnelig at handel i aksjen kan skje når som helst.*

*Oslo Børs mener således at det ikke bare var rimelig mulighet, men også overveiende sannsynlig at opplysningene om sjøkabelkontrakten hadde ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer i løpet av den perioden opplysningene eksisterte uten å være offentliggjort.”*

*Børsstyret peker videre på at sterke reelle hensyn tilsier at et tilfelle som dette anses som informasjonspliktig og utaler i denne forbindelse:*

*”Investorene, og særlig aksjonærene har en berettiget forventning til at børsnoterte selskaper offentliggjør opplysninger som er av stor økonomisk eller strategisk betydning for selskapet. Dette gjelder selv om aksjen i kortere eller lengre tid er lite likvid. At markedsaktørene har lik tilgang og god tilgang til opplysninger av betydning for investeringsbeslutninger er et grunnleggende kjennetegn ved børsandel som skiller børsmarkedet fra det unoterte markedet. Det motsatte gir risiko for aksjonærene og for innsiddehandel. Markedsaktørene har derfor en forventning om at nivået for informasjon fra selskapene relaterer seg til opplysningenes økonomiske og strategiske betydning for selskapet, slik også Østensen i Tidsskrift for forretningsjus 3/98 s 88 angir som utgangspunkt for den rettslige vurderingen av om et forhold er informasjonspliktig.”*

*At et tilfelle som dette omfattes av informasjonsplikten har ifølge børsstyret også betydning for likviditeten på selskapets aksjer, og derved for lite likvide selskapers evne til å innhente ny risikokapital. I denne forbindelse uttaler børsstyret:*

*”Om regelen skulle praktiseres slik at et lite likvid selskap hadde mindre krav til offentliggjøring av informasjon enn likvide selskaper, ville illikviditeten lett forsterkes på grunn av manglende informasjon om selskapet. Er en aksje lite likvid, vil få investorer og analytikere bruke ressurser på å opprettholde kunnskap om aksjen. Den reduserte innsikten gjør at investoren må øke usikkerhetspremien ved eventuelle kjøp og salg slik at differansen mellom kjøpsordre og salgsordre (spreaden) øker. Øket spread reduserer likviditeten. Denne effekten ville forsterkes ytterligere om ikke lite likvide selskaper hadde samme krav til å informere markedet som andre børsnoterte selskaper.”*

*Hva gjelder selskapets anførsel om kontraktens sensitive natur, finner børsstyret dette argumentet noe uklart på bakgrunn av at man gikk ut med opplysningene i internbladet som distribueres til både ansatte og forretningsforbindelser. Børsstyret viser dessuten til at det i børsklagenemdens sak 2/97 – Vital-saken og etterfølgende saker, er det fastslått som hovedregel at opplysningsplikten etter børsloven og børsforskriften må gå foran det enkelte selskaps behov for hemmelighold. Uansett vil eventuelle informasjonspliktige opplysninger et selskap ikke ønsker offentliggjort ifølge børsstyret måtte behandles i tråd med børsforskriftens § 23-2 fjerde ledd. Dette skjedde ikke i det aktuelle tilfellet.*

*Børsstyret konkluderer etter dette med at Alcatel ikke overholdt informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2 første ledd, jfr. børsloven § 4-7 ved ikke å informere børsen når man mottok ”Letter of Acceptance” i forbindelse med levering av sjøkabel til Moyle.*

*I drøftelsen av hvilken reaksjon som skal benyttes mot selskapet tar børsstyret utgangspunkt i børsloven § 6-3, jfr. børsforskriften § 25-5, hvorav det følger at børsstyret kan ilegge et foretak som bryter børsloven og børsforskriften et overtredelsesgebyr på inntil 10 ganger årlig kursnoteringsavgift.*

*Børsstyret legger til grunn at Alcatels overtredelse av informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2 er såvidt alvorlig at det bør reageres med overtredelsesgebyr og uttaler i denne forbindelse:*

*”Ved valg av reaksjon er det i skjerpene retning lagt vekt på at STK publiserte opplysningene om kontrakten i selskapets internblad før markedet ble informert. Dette skapte en situasjon med asymmetrisk informasjon. Samtidig er det et brudd på børsforskriftens § 5-1 om at selskapet skal sørge for at ingen uvedkommende får tilgang til opplysninger som omfattes av kapittel 5 og 6 i samme forskrift, før slike opplysninger er offentliggjort gjennom børsmelding. Det er også lagt vekt på at mottak av ”Letter of Acceptance” skjedde på et kjent og notorisk tidspunkt hvor det var naturlig å ta spørsmålet om informasjonsplikt og børsmelding opp til vurdering. Selskapet kontaktet ikke børsen for å forhøre seg om behandlingen av informasjonen. Børsmelding ble først sendt etter en henvendelse fra Oslo Børs. Da hadde det gått omkring en måned siden ”Letter of Acceptance” var mottatt. Det må forventes at selskapet i forbindelse med vesentlige hendelser tar kontakt med børsen dersom man er i tvil om håndteringen av informasjonen til markedet.”*

*I drøftelsen av utmålingen legger børsstyret i formildende retning vekt på den manglende omsetningen i selskapets aksjer, og derigjennom manglende kursbevegelser i forbindelse med offentliggjøring av opplysningene.*

Børsstyret viser til at Oslo Børs har ilagt overtredelsesgebyr i flere saker som gjelder opplysninger om intensjonsavtaler. I denne forbindelse vises blant annet til sak 19/98 Opticom (børsstyret), 1/98 Brøvig (børsklagenemnden) og 158/97 Alvern (børsstyret) hvor det er ilagt gebyr på 2 til 3 ganger kursnoteringsavgiften.

Ut fra en helhetsvurdering, og sett hen til tidligere praksis i lignende saker, finner børsstyret, med unntak av et medlem, at overtredelsesgebyret bør settes til 3 ganger kursnoteringsavgiften, hvilket til sammen utgjør kr. 438.000.

Mindretallet fremholder i sin begrunnelse for dissensen at et overtredelsesgebyr på to ganger kursnoteringsavgiften er passende i den foreliggende sak. Mindretallet fremholder at overtredelsen i den foreliggende situasjonen ikke er så graverende at det bør reageres så strengt som de øvrige styremedlemmer mener det er grunnlag for.

### **Børsklagenemndens bemerkninger**

Børsklagenemnden er, i likhet med børsstyret, kommet til at Alcatel STK ASA har overtrådt børslovens § 4-7, jf. børsforskriften § 5-2, 1. ledd, ved ikke å informere Børsen den 24. september 99 om "Letter of Acceptance" fra Moyle Interconnector Ltd. om legging av sjøkabel mellom Skottland og Nord-Irland. Nemnden kan i hovedsak slutte seg til børsstyrets begrunnelse. Børsklagenemnden vil derfor begrense drøftelsen nedenfor til de hovedpunkter den har lagt vekt på i sin avgjørelse.

Informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2, 1. ledd, gjelder for opplysninger "som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer". Børsklagenemnden legger til grunn at det tilsagn Alcatel Kabel Norge AS mottok i form av "Letter of Acceptance" fra Moyle Interconnector Ltd. gjaldt en avtale av stor økonomisk og strategisk betydning for selskapet. Videre legges til grunn at prosessen på det tidspunkt tilsagnet ble mottatt, var kommet så langt at selskapet anså det overveiende sannsynlig at endelig avtale ville bli inngått. Alcatel har ikke hatt innvendinger mot disse synspunkter.

Alcatel mener imidlertid at de ikke hadde noen informasjonsplikt, fordi det ikke var grunn til å anta at opplysningene ville påvirke selskapets aksjekurs. Alcatel fremhever at det er liten omsetning av aksjen, og at selskapet måtte kunne bygge på tidligere erfaring med at offentliggjøring av andre, generelt sett "vesentlige" opplysninger, f.eks. melding om forventet tap i 1999, ikke ledet til verken omsetning av eller kursendring på aksjen.

Det er på det rene at opplysningene – da de ble offentliggjort – ikke fikk noen påviselig virkning på aksjekursen. Et slikt faktisk utslag på kursen har likevel ikke betydning for spørsmålet om det foreligger en overtredelse. Selskapet bestrider for såvidt ikke dette utgangspunkt, men anfører at dette faktum gir en viktig indikasjon på at akkurat denne aksjen er lite følsom for opplysninger som vanligvis påvirker aksjekursene.

Det spesielle i saken er altså at man står overfor en aksje med svært liten omsetning, og dermed også liten kursfølsomhet. Spørsmålet er om dette er et forhold som må tillegges vekt i relasjon til opplysningsplikten etter børsforskriften § 5-2, 1. ledd. Denne bestemmelsen må etter Børsklagenemndens oppfatning tolkes i lys av ordlyden i børsloven § 4-7 første ledd første punktum som fastsetter at foretak hvis verdipapirer er notert på børsen, har plikt til å gi børsen opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene.

Forskriften stiller krav til påregnelig årsakssammenheng mellom informasjon og kursendring. Spørsmålet må etter Børsklagenemndens oppfatning være om opplysningene etter sin art er egnet til å påvirke kursen på den aksjen det er tale om. Om det skulle foreligge andre, selvstendige forhold knyttet til selskapet eller selskapets aksjer som i det konkrete tilfelle kunne tenkes å føre til at kursen likevel ville forbli uendret, kan ikke tillegges vekt i denne sammenheng.

Selv om erfaringen tilsier at det er liten omsetning av aksjene og at aksjonærene i det konkrete selskap vanligvis forholder seg upåvirket av informasjon som ellers er av typisk kurssensitiv karakter, kan ikke det innebære at det stilles mindre krav til informasjonsplikten for vedkommende selskap enn for andre selskaper som er notert på Oslo Børs. Så lenge aksjene er børsnotert, må selskapene undergis de samme regler om informasjonsplikt. Det er tilstrekkelig at det kan tenkes enkelte investorer som vil legge vekt på informasjonen når aksjer i selskapet vurderes kjøpt eller solgt. Selv om handelen med aksjene i Alcatel

har vært sporadisk, er det notert salgs- og kjøpsinteresse med ujevne mellomrom, noe som kan føre til handel på et hvilket som helst tidspunkt. Opplysningene fra selskapet om sjøkabelkontrakten kunne fått betydning for omsetningskursen ved et slikt salg.

For at Oslo Børs skal kunne virke som forutsatt, er det av stor betydning at markedsaktørene har lik og god tilgang til opplysninger om de børsnoterte selskaper. Markedsaktørene må kunne ha en berettiget forventning om at det informeres på samme nivå fra alle børsnoterte selskaper, uavhengig av om aksjen er mer eller mindre likvid i en periode. Dette er hovedhensynet bak børslovens § 4-7 og børsforskriftens kap. 5 og 6.

Børsklagenemnden slutter seg til børsstyrets uttalelse om at kontrakten har en så vidt stor økonomisk og strategisk betydning for selskapet, at en alminnelig investor må forventes å legge vekt på dette ved vurdering av hvilken kurs han er villig til å kjøpe eller selge for. Børsklagenemnden finner det – som børsstyret – overveiende sannsynlig at den aktuelle informasjon for enkelte investorer ville kunne ha ikke uvesentlig betydning for vurderingen av salgs- eller kjøpspris på aksjen. Informasjon om kontrakten, som i størrelse utgjorde ca. 17% av selskapets børsverdi, ca. 10% av årlig omsetning og dessuten var av stor strategisk betydning, faller etter Børsklagenemndens mening klart inn under ordlyden i børsforskriften § 5-2, 1. ledd, sammenholdt med børsloven § 4-7 første ledd første punktum.

Når det så gjelder sanksjonsspørsmålet anfører Alcatel subsidiært at overtredelsesgebyret på 3 ganger kursnoteringsavgiften er altfor strengt i forhold til tidligere praksis. Det henvises til slike saker hvor gebyret for brudd på informasjonsplikten har ligget på 2 eller 3 ganger kursnoteringsavgiften og påpekes at de sistnevnte har vært av mer alvorlig karakter enn Alcatels tilfelle.

Først må det fastslås at det ikke kan legges vekt på anførselen om at det bare var en uheldig glipp hos Alcatel som førte til at opplysningene ikke ble kommunisert til markedet samtidig som de ble inntatt i internavisen. Her kan vises til Børsklagenemndens sak nr. 4/90, en avgjørelse som gjelder Aker/Veidekke. Både Aker og Veidekke ble der ilagt et gebyr på 3 ganger børsnoteringsavgiften, på tross av at det skyldtes en glipp fra selskapenes side at melding ikke var sendt. Selv om Veidekke var mer å unnskyldte enn Aker, fordi det mellom de to var avtalt at Aker på begge vegne skulle varsle børsen om det inngåtte memorandum, ble Veidekke altså ilagt samme gebyr.

Det kan heller ikke i denne sammenheng legges vekt på avtalen med Moyle om konfidensialitet. Denne forhindret ikke Alcatel fra på offentliggjøre opplysningen i sitt internblad, som har en ganske bred spredning.

I Vital-saken (Børsklagenemnden sak 2/97) hvor gebyret ble fastsatt til 2 ganger børsnoteringsavgift, gjorde det seg spesielle forhold gjeldende. Første gang saken var til behandling i Børsklagenemnden (sak 1/96) ble den høye grad av kursrelevans påpekt som et moment som trakk i retning av en strengere reaksjon. Når man allikevel fastsatte overtredelsesgebyret såpass lavt, ble det begrunnet med den usikkerhet som nok hadde vært om forståelsen av reglene om opplysningsplikt. Børsklagenemnden påpekte at det hos en del aktører i aksjemarkedet kunne ha hersket den uriktige forestilling at plikten til å informere om f.eks. overtakelsestilbud først skulle inntre når det var fullstendig avklart at tilbud ville bli inngitt.

Da Vital-saken kom opp for annen gang i Børsklagenemnden, pga formelle feil ved den første avgjørelsen, ble kurssensitiviteten igjen trukket frem i skjerpene retning sammen med at usikkerhet om forståelse av regelverket ikke var blitt søkt avklart gjennom kontakt med Børsen. Børsklagenemnden fant det likevel ikke riktig å endre sanksjonen til ugunst for Vital. Det ble her lagt vekt på at selskapet ikke var å bebreide for feilen ved det opprinnelige vedtak, og at det var gått lang tid siden det første vedtak var truffet av Børsklagenemnden. Gebyret på 2 ganger årlig kursnoteringsavgift ble derfor opprettholdt.

Provida-saken (børsstyrets vedtak av 18.05.99) er også trukket frem. I relasjon til denne vil Børsklagenemnden påpeke at den omfattet to forskjellige overtredelser som hver for seg førte til et gebyr på 3 ganger avgiften. Den ene overtredelsen gjaldt det forhold at Provida informerte markedet om at CBK hadde hevet tidligere inngåtte avtaler med Provida til en verdi av ca. NOK 109 mill., men ikke informerte om en tilsvarende og samtidig hevning fra VPS' side av en kontrakt verdt NOK 10–15 mill.

I nærværende sak må det i skjerpene retning legges vekt på at opplysningene om kontrakten ble

publisert i selskapets internblad før markedet ble informert, hvilket skapte en situasjon med asymmetrisk informasjon. Dette forhold innebærer at også børsforskriften § 5-1 er overtrådt. Selskapet skal etter denne bestemmelse sørge for at ingen uvedkommende får tilgang til opplysninger som omfattes av børsforskriftens kap. 5 og 6, før slike opplysninger er offentliggjort gjennom børsmelding. Det gikk lang tid før informasjonen ble sendt til børsen.

Børsklagenemnden mener at selskapenes overholdelse av informasjonsplikten er avgjørende for Oslo Børs troverdighet og funksjonsdyktighet. Nemnden slutter seg til børsstyrets avgjørelse og finner at overtredelsesgebyret passende kan settes til tre ganger årlig kursnoteringsavgift.

Avgjørelsen er enstemmig.

### **Vedtak**

Børsklagenemnden opprettholder børsstyrets vedtak om å ilegge Alcatel STK ASA et overtredelsesgebyr med tre - 3 - ganger kursnoteringsavgiften, jf børslovens § 6-3, jf børsforskriften § 25-5 for brudd på børsloven § 4-7, jf børsforskriften § 5-2 første ledd.

Vedtaket er enstemmig.

## **Norman ASA - Overtredelse av informasjonsplikten – strategisk avtale (protokollutskrift fra børsstyrets møte 12.04.00)**

### **1. Innledning**

Saken gjelder spørsmål om Norman ASA ("Norman") har brutt informasjonsplikten etter børsloven § 4-7 og børsforskriften § 5-2 første ledd. Informasjon om at selskapet hadde inngått en avtale om levering av antivirusprogrammer i samarbeid med Microsoft ble gjort tilgjengelig på Norman sine internettsider fra 1. november 1999, og programmene var tilgjengelige for Microsofts kunder samme dato. Informasjon om avtalen ble først distribuert i børsens informasjonssystem 1. desember 1999.

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

Norman er et selskap innen datasikkerhetsindustrien, og har produkter og tjenester for viruskontroll, tilgangskontroll, kryptering, nettverkssikring og datarekonstruksjon. Det er i dag mer enn seks millioner brukere av Normans programvarer. Selskapet har rundt 200 ansatte, og er representert gjennom datterselskaper og strategiske allianser i Europa, USA, Asia og Australia. Hovedkontoret ligger på Lysaker utenfor Oslo.

Selskapet hadde en omsetning pr. 31.12.99 på ca NOK 200 millioner og markedsverdien var ca NOK 900 millioner i begynnelsen av januar 2000.

### **3. Sakens bakgrunn**

I børsmelding datert 1. desember 1999 kl. 14.25 fremgikk det at selskapet hadde inngått en avtale med Microsoft om levering av antivirusprogramvare. Fra børsmeldingen hitsettes (vedlegg 1):

" Norman ASA har innledet et samarbeid med Microsoft omkring leveranser av antivirusprogramvare. Norman Virus Control produkter blir tilbudt til samtlige Microsofts kunder som en prøveordning frem til nyttår. Avtalen er initiert direkte mellom Norman og Microsofts sikkerhetsavdeling i USA. Norman er det eneste norske selskapet som tar del i dette samarbeidet. Avtalen kommer som et ledd i Microsofts arbeide med å begrense skadevirkningene av virustrusselen ved overgangen til år 2000."

Det fremgikk videre av børsmeldingen at de innledende samtale om avtalen ble initiert i september.

I forbindelse med selskapets børsmelding ble det rettet en forespørsel til informasjonssjefen ved Oslo Børs om tidspunktet for meldingen var et forhold Oslo Børs så nærmere på. Basert på mediomtale den

påfølgende dag (bl.a Aftenposten), sendte selskapet et brev til Oslo Børs datert 3. desember 1999 (vedlegg 2) med enkelte kommentarer til påstander o.l som var fremsatt i media. I brev av 7. desember 1999 (vedlegg 3) ba Oslo Børs om en nærmere redegjørelse for avtalens innhold og forhold knyttet til informasjonsplikten. Den 16. desember 1999 (vedlegg 4) mottok børsen selskapets redegjørelse, hvor det fremgikk at:

*”Programvaren vår ble gjort tilgjengelig for nedlasting via Microsoft fra 1. november. All informasjon på våre Internettsider om avtalen med Microsoft var på dette tidspunkt kun tilgjengelig på engelsk. Samme dag fikk vi en henvendelse fra Microsoft om å gjøre informasjonen tilgjengelig på de samme språk som programvaren fantes på. Denne informasjonen ble ferdigstilt av oss medio november på norsk, tysk og fransk, og Microsoft ble informert om dette.”*

Avtalen innebærer at personer, fimaer o.l som laster ned programvaren fra Microsofts hjemmeside får bruke programvaren gratis i 90 dager. For bruk utover ”gratisperioden” må det inngås en vedlikeholdsavtale med Norman. En slik vedlikeholdsavtale må brukerne betale for. Hvor mange vedlikeholdsavtaler som avtalen med Microsoft vil generere etter utløpet av prøveperioden er umulig å estimere. Erfaring fra salg av PC hvor Normans produkter følger med som gratis prøve, er at 2-5 % inngår vedlikeholdsavtale etter prøveperiodens utløp.

Oslo Børs ba i telefax av 25. januar 2000 (vedlegg 5) om en bekreftelse på enkelte fakta som fremkom i en telefonsamtale. Norman besvarte denne henvendelsen 26. januar (vedlegg 6). I telefaks av 31. januar 2000 (vedlegg 7) har selskapet etter en telefonisk henvendelse fra Oslo Børs redegjort nærmere for avtaleinngåelsen.

Norman mottok Oslo Børs' foreløpige innstilling i begynnelsen av mars, og fremsatte sine anførsler i brev av 8. mars (vedlegg 8).

#### **4. Kursutvikling**

Den 1. desember 1999 steg kursen med ca 9%, fra kr 58 til kr 63, før meldingen om avtalen med Microsoft ble offentliggjort kl. 14.25. Etter at meldingen ble sendt, steg kursen fra kr 63 til kr 75 på ca 45 minutter. Dette representerer en oppgang på ca 19 %. Sluttkurs denne dagen ble kr 73. Aksjen steg tilsammen ca 26 % den 1. desember 1999. Totalindeksen endte samme dag opp med ca 0,4 %, mens IT-indeksen tilsvarende gikk ned med ca 0,4 % samme dag.

Volumet var også stort etter at børsmeldingen kom. Siste noteringsdag før meldingen kom ble det omsatt 25.200 aksjer i Norman. Den dagen samarbeidsavtalen ble meddelt markedet, ble det omsatt 486.000 aksjer. Dagen etter ble det omsatt 308.000 aksjer. Normal omsetning i aksjen ligger på et betydelig lavere nivå.

En grafisk fremstilling av kursutviklingen de siste dagene før og etter børsmeldingen følger i vedlegg 9.

Kursen på Norman steg kraftig gjennom hele november. Kursen var kr 37 i begynnelsen av november og dagen før offentliggjøring av avtalen med Microsoft (30. november) var kursen kr 59. En grafisk fremstilling av kursutviklingen i Norman sammenlignet med utviklingen i totalindeksen og IT-indeksen i perioden 15. oktober til 2. desember vises i vedlegg 10.

--- --- ---

#### **7. Vurdering**

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

Det må således vurderes hvorvidt informasjon om samarbeidsavtalen med Microsoft er å anse som ”opplysninger som må antas å være av ikke uvesentlig betydning” i forhold til børsforskriften § 5-2. Deretter må det vurderes på hvilket tidspunkt en eventuell informasjonsplikt inntrådte.

##### **7.1 Betydningen av opplysningene**

I brev av 16. desember 1999 gir Norman uttrykk for at avtalen med Microsoft var viktig og av strategisk

betydning. Det vises i denne forbindelse til selskapets brev av 16. desember 1999 (vedlegg 4) hvor det fremgår:

*”For Norman har denne avtalen en stor signalverdi i form av at våre produkter utstilles og gjøres tilgjengelig for kundene til verdens ledende leverandør av software produkter til private og kommersielle brukere – på en av verdens mest besøkte hjemmesider. Samtidig er det strategisk viktig for Norman at selskapet på denne måten får offentlig bekreftelse på tillit fra Microsoft*

*Avtalen medførte imidlertid ingen forpliktelser for noen av aktørene – verken økonomiske eller juridiske. For Norman var avtalen kun å oppfatte som et markedsmessig utstillingsvindu for selskapet.*

*Norman er i norsk og europeisk sammenheng et relativt lite datateknologi-selskap. Selskapets grad av suksess er i så måte sterkt knyttet til aksept og bruk av selskapets produkter hos profilerte ”brukere” og selskaper. Avtalen med Microsoft, som er verdens største og ledende IT-selskap, innebærer etter Oslo Børs oppfatning i så måte et viktig strategisk signal om aksept for Normans produkter.*

*Betydningen av avtalen kan ikke isolert vurderes ut fra det faktum at den ikke gir direkte inntekter. Det er avtalens strategiske betydning som må vektlegges. Oslo Børs har tidligere vurdert flere saker av lignende karakter, blant annet i sak 19/98 Opticom hvor Børsstyret uttalte at:*

*”Det forhold at avtalen ikke gir direkte inntekter, er ikke avgjørende. Det sentrale var her at Opticom som følge av avtalen fikk aksept for selskapets teknologi og således en anerkjennelse i markedet.”*

*Den strategiske betydning av avtalen med Microsoft synes også bekreftet av markedets reaksjon da avtalen ble offentliggjort gjennom børsmelding 1. desember. Kursutviklingen i etterkant av meldingen var kraftig, og ca 45 minutter etter at meldingen var offentliggjort hadde kursen steget med 19 %.*

*Det bemerkes for øvrig at Norman ikke har bestridt at informasjon om avtalen med Microsoft var informasjonspliktig iht. børsforskriften § 5-2.1 ledd.*

*Oslo Børs legger til grunn at avtalen med Microsoft var ”opplysninger” av ”ikke uvesentlig betydning” for kursen på selskapets aksjer.*

## **7.2 Tidspunkt for informasjonsplikten**

*Et neste spørsmål er når informasjonsplikten inntraff. Det følger av børsforskriften § 5-2 første ledd at informasjonsplikten inntreffer ”uoppfordret og umiddelbart”. Når det gjelder tidspunktet for offentliggjøring av avtalen anfører selskapet i sitt brev av 13. mars 2000 (vedlegg 10) at:*

*”Det som da blir det springende punkt er å avgjøre når noe er så ”ferdig” at det er grunn til å informere om det. Vårt klare syn på dette i denne saken er at det var ikke før medio november.”*

*Selskapet er med andre ord på det rene med at avtalen var informasjonspliktig i en lengre periode før børsmelding ble sendt.*

*Selskapet anfører videre at det ikke ble sendt børsmelding før to uker senere som følge av at Microsoft skulle godkjenne børsmeldingen. Oslo Børs kan ikke se at dette eventuelle forholdet skulle kunne medføre at Norman kunne vente i nærmere to uker med å offentliggjøre avtalen. Norman har en selvstendig plikt til å informere Oslo Børs i henhold til det regelverk selskapet er underlagt, og kan ikke påberope at man skulle bli enige med avtalemotparten om teksten på en felles pressemelding.*

*Det vises i denne forbindelse til Børsklagenemdas sak 2/97 (Vital-saken) hvor det blant annet ble presisert at:*

*”Hensynet til markedet og dets behov for kursrelevant informasjon er generelt prioritert foran selskapets behov for hemmelighold.”*

*Normans informasjonsplikt inntrådte uavhengig av om avtalepartene i forbindelse med ferdigstilling av avtalen var enige om å utforme en felles børspressemelding.*

*Selskapet har i sitt brev av 13. mars 2000 anført at:*

*”Vi kan selvfølgelig ikke gå ut å fortelle om et samarbeide med Microsoft uten at de har godkjent dette. En slik måte å drive forretning på ville etter all sannsynlighet ha gått ut over vårt gode forhold til Microsoft, noe som virkelig kunne fått betydelige konsekvenser for Norman.”*

*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 intensivt 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.*

Det er mye som tyder på at informasjonsplikten inntrådte på et tidligere tidspunkt enn medio november. Normans produkter kunne lastes ned fra Microsofts hjemmeside allerede 1. november. På dette tidspunkt ble også informasjon på engelsk om avtalen gjort tilgjengelig på Normans hjemmeside. Den strategiske betydning av avtalen ble dermed ”synlig”, og det skulle være mulig å gi markedet dekkende og fornuftig informasjon om avtalens innhold på dette tidspunkt. Avtalen ble inngått fredag 29. oktober 1999 etter at børsen var stengt. Det vises i denne forbindelse til selskapets brev av 31. januar 2000 hvor prosessen frem mot avtale beskrives som en fortløpende dialog om utarbeidelse av konseptet, som ble endelig avtalt gjennom siste e-mail av 29. oktober 1999.

*Oslo Børs er på denne bakgrunn av den oppfatning at informasjonsplikten inntraff senest medio november. Selskapet skulle senest på dette tidspunkt gjort markedet oppmerksom på avtalen med Microsoft.*

#### **8. Sanksjonsspørsmålet**

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

*Oslo Børs finner at overtredelsen når det gjelder informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2 er såpass alvorlig at det bør reageres med overtredelsesgebyr.*

*Ved valg av reaksjon er det i skjerpene retning sett hen til at det tok lang tid fra avtalen ble inngått til den ble offentliggjort. Norman burde i den forbindelse ha kontaktet Oslo Børs og forklart nærmere om avtalen og sendt børsmelding. Videre vektlegges at avtaleinngåelsen også synes å ha hatt en betydelig kurspåvirkende effekt. Det er også lagt vekt på at avtalen og informasjon om denne var tilgjengelig på Normans internettsider fra 1. november.*

*I formildende retning er det lagt vekt på at selskapet tilskrev Oslo Børs med en forklaring på det inntrufne forhold før Oslo Børs ba om en nærmere redegjørelse for forholdet.*

*Oslo Børs har ilagt overtredelsesgebyr i flere saker som er av lignende karakter. I denne forbindelse vises blant annet til sak 19/98 Opticom (børsstyret), 1/98 Brøvig (børsklagenemden) og 158/97 Alverne (børsstyret). I disse sakene er det ilagt gebyr på 2 til 3 ganger kursnoteringsavgiften.*

*Ut fra en helhetsvurdering, og sett hen til tidligere praksis i lignende saker, finner Oslo Børs at overtredelsesgebyret passende bør settes til 2 ganger kursnoteringsavgiften, hvilket til sammen utgjør kr. 130.000.*

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

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



## **Fred Olsen Energy ASA – Overtredelse av informasjonsplikten – avklaring av finansiell usikkerhet i datterselskap (Børsstyrevedtak av 14.03.00)**

### 1. Innledning

Saken gjelder spørsmål om Fred. Olsen Energy ASA ("FOE") har brutt informasjonsplikten etter børsloven og børsforskriften. Selskapet meldte i en børsmelding den 18. november 1999 klokken 12:12 om avklaring av den finansielle situasjonen ved datterselskapet Harland & Wolff Holdings Plc ("Harland & Wolff"), et verft beliggende i Belfast. I henhold til børsmeldingen ble en avtale med betydning for verftets økonomiske situasjon inngått natt til den 18. november. Harland & Wolff offentliggjorde selv informasjon om den inngåtte avtalen allerede kl 9:15 den 18. november.

### 2. Kort om selskapet

FOE startet driften 1. juli 1997, og ble notert ved Oslo Børs i oktober samme år. Selskapet er leverandør til offshoreindustrien, og driver virksomhet innen følgende områder:

**Boring** – Divisjonen består av Fred. Olsen Drilling AS, Dolphin Drilling Ltd. Og Dolphin AS. Gjennom selskapet Dolphin AS har selskapet 30 års erfaring fra offshoreindustrien. Fra selskapets baser i Stavanger og Aberdeen opererer selskapet en flåte på seks halvt nedsenkbare borerigger, og tilbyr i tillegg vedlikeholdstjenester for oljebrønner.

**Flytende produksjon** – Datterselskapet Fred. Olsen Production AS administrerer en oppjekkbart produksjons/boligrigg, en bøyelaster (FSO) og to produksjonsskip (FPSO), hvorav det ene kun er eiet med 46,975%. Alle fartøyene opererer langs kysten av Vest- og Sør-Afrika.

**Ingeniørtjenester og fabrikasjon** – FOE eier 70,8% av verftet Harland & Wolff i Belfast. I løpet av de siste årene har verftet utviklet seg fra å være en tradisjonell leverandør av skip til å bli en spesialisert leverandør av avanserte, kundetilpassede produkter for offshore petroleumsaktiviteter. For tiden jobber verftet med konstruksjon av to dypvannsboreskip for leveranse til Global Marine Inc ("Global Marine").

FOE hadde en markedsverdi per 11. januar 2000 på NOK 3.678 millioner. Driftsinntekter i 1998 var på NOK 2.513 millioner.

### 3. Sakens bakgrunn

I februar og mars 1998 inngikk Harland & Wolff avtale med Global Marine om bygging av to dypvannsboreskip. Ifølge FOEs årsberetning for 1998 har hver av de to kontraktene en verdi på over USD 300 millioner. Samlet utgjør de to kontraktene den største ordren verftet noen gang har fått. I årsberetningen for 1998 er det videre angitt at forventet levering var beregnet til henholdsvis 4. kvartal 1999 og 1. kvartal 2000.

Den 2. juli 1999 informerte FOE i en børsmelding at leveringen av de to boreskipene var i rute, men at verftets arbeidsomfang på skipene var blitt vesentlig øket. I henhold til meldingen ville ferdigstilling av skipene innen de meddelte datoer medføre vesentlige forseringskostnader, noe som ville gjøre det vanskelig for verftet å tjene penger på kontraktene. Det endelige økonomiske resultat av kontraktene ville derfor være avhengig av utfallet rundt diskusjonen om betaling for ytelse ut over kontraktens opprinnelige omfang. I samme melding ble det også oppgitt at FOE ikke hadde avgitt morselskapsgarantier for verftets forpliktelser.

I halvårsregnskapet for FOE per 30. juni 1999, offentliggjort 1. september 1999, ble det avsatt NOK 25,5 millioner for estimert tap knyttet til de to kontraktene. Videre ble det opplyst at de betydelige kostnadsøkningene relatert til den krevende fremdriftsplanen for de to boreskipene, ville gjøre det vanskelig for verftet som helhet å oppnå overskudd for året 1999. I tillegg ble det opplyst at Harland & Wolff i august 1999 hadde etablert en lånefasilitet på GBP 50 millioner for å sikre arbeidskapital for ferdigstilling av boreskipene. Fasiliteten er garantert av FOE frem til ferdigstilling av det første skipet, samt for andre definerte milepeler.

Den 15. oktober 1999 måtte FOE melde om at Global Marine i forbindelse med fremleggelse av kvartalsresultat per 30. september 1999 hadde annonsert en sannsynlig forsinkelse på leveringen av de to boreskipene. Global Marine forventet levering henholdsvis i 1. og 3. kvartal 2000 (i motsetning til 4.

kvartal 1999 og 1. kvartal 2000). I tillegg informerte Global Marine i sin kvartalsrapport at de var blitt orientert om at Harland & Wolff ville fremme krav om kompensasjon for kostnadsøkninger, herunder for ekstra stålvekt. FOE opplyste videre i sin melding at verftet arbeidet intensivt for å holde de opprinnelige leveringstidspunkter til tross for at skipene var blitt vesentlig mer innholdsrike, og arbeidsomfanget betydelig øket, i forhold til opprinnelig definert arbeidsomfang. Etter verftets oppfatning var den forsinkede leveringen i all hovedsak forårsaket av Global Marine's ønske og behov for endringer i forhold til opprinnelig definert arbeidsomfang. Videre ble følgende presisert i børsmeldingen:

*"En manglende tilfredsstillende løsning knyttet til nevnte merkostnader, er alvorlig for H & W's finansielle bæreevne. "*

Den 10. november 1999 ble det i børsmelding meldt at Harland & Wolff hadde fremmet et krav overfor Global Marine på GBP 133 millioner for tilleggsarbeider knyttet til de to boreskipene. I tredjekvartalsrapporten fra FOE, offentliggjort 17. november 1999, fremkom følgende:

*"Arbeidsomfanget for de to boreskipene som Harland & Wolff (70,8% indirekte eiet av FOE) bygger for Global Marine har blitt endret vesentlig gjennom hele prosjektet, både som følge av utilstrekkelig originaldesign og senere design- og utstyrmessige endringer fra Global Marines side. Blant annet har stålvekten på skipene blitt vesentlig høyere enn opprinnelig avtalt. Dette har medført betydelig høyere kostnader enn det som var avtalt i den opprinnelige kontrakten. Global Marines manglende betaling for de nevnte tilleggskostnader har kraftig svekket H&Ws finansielle stilling (vår understrekning).*

*H&Ws krav, knyttet til ekstra arbeid på boreskipene, summerer seg til mer enn GBP 133 mill. Kravet ble i slutten av oktober oversendt Global Marine. Global Marine har avvist kravet som sannsynligvis bli avgjort ved voldgift.*

*FOE har garantert en lånefasilitet på GBP 50 mill. overfor H&W. Denne vil bli redusert til GBP 30 mill. 31. desember og opphører 30. april år 2000.*

*H&W, Global Marine og FOE diskuterer nå betingelsene for en betydelig å konto-innbetaling fra Global Marine i forbindelse med finansiering av ferdigstillingsarbeidet av boreskipene og for å sikre verftets levedyktighet videre."*

18. november 1999 klokken 12:12 meldte FOE følgende via børsmelding:

*"Det er med glede vi kan meddele at det sent i natt ble inngått avtaler med Global Marine om å konto innbetalinger til Harland and Wolff, H&W (70,8% eiet av Fred. Olsen Energy ASA) med en ramme på totalt £65 mill. for å sikre ferdigstillingen av de to boreskipene som er under bygging ved verftet.*

*I tillegg vil Global Marine frigi en bankgaranti stillet av H&W på \$40 mill. som H&W har stillet et kontantdepot på £24,5 mill. for. Denne garantien var stillet som sikkerhet for kontraktsmessig oppfyllelse av byggeoppdraget."*

*Det ble også opplyst at i henhold til verftets prognoser var den omtalte likviditetstilførselen tilstrekkelig til å ferdigstille skipene uten at FOE måtte eksponere seg finansielt ut over de GBP 50 millioner som selskapet hadde garantert overfor Midland Bank i tilknytning til verftets lån i samme bank. Harland & Wolff ville etter dette stå likviditetsmessig godt rustet til fortsatt å markedsføre seg og å sikre fremtidige oppdrag for verftet.*

*Videre ble det i meldingen understreket at Global Marine ikke erkjenner ansvar for det krav som Harland & Wolff har fremsatt for ekstraarbeider på totalt GBP 133,2 millioner og at det innbetalte beløp fra Global Marine kun er å anse som et å konto beløp. Kravet fra Harland & Wolff vil bli behandlet separat og sannsynligvis bli avklart gjennom voldgift.*

Allerede kl 9:15 den 18. november 1999 offentliggjorde Harland & Wolff følgende informasjon om

*avtalen mellom Harland & Wolff og Global Marine:*

*”Global Marine and Harland and Wolff reach agreement*

*Harland and Wolff, in conjunction with its parent company Fred Olsen Energy ASA, along with its customer, Global Marine Inc, and the Confederation of Shipbuilding and Engineering Unions late last night reached agreement in relation to interim payments on the two drillships currently under construction at Harland and Wolff, Belfast.*

*Commenting on the agreement, Brynjulv Mugaas, Chief Executive of Harland and Wolff Holdings PLC, said :*

*“This agreement will enable Harland and Wolff to finish the two drillships for Global Marine and leave the Company in a position to seek out and win new work. To assist us in this, we would expect that the UK Government urgently address the issue of providing support to shipbuilding in such a manner so as to place us on an equal footing with other European countries. “*

*Bob Rose, Chairman and Chief Executive Officer of Global Marine, added :*

*“With this agreement in place, we look forward to receiving two of the most sophisticated ultra deepwater drillships in the world. We are confident that all parties will work together and focus on achieving delivery in a timely and efficient manner. “*

*Both companies wish to express their appreciation of the role played by both the Senior Shop Steward’s Committee, local officials and the national officers of the CSEU throughout the negotiations.*

*Responding on their behalf, Peter Williamson, District Secretary, added*

*“On behalf of the employees of Harland and Wolff and all associated with this project, we are delighted that it has been possible to come to an agreement which will ensure that Harland and Wolff, not only complete these highly sophisticated vessels, but can also look to the future. We are fully committed to playing our role in achieving the timely completion of these contracts. “*

*All parties would also wish to express our gratitude to the broad range of individuals and organisations which have played a positive and constructive role in reaching this agreement, including our local politicians from all sections of the community, who have joined together to support us at this very important time.*

*This agreement does not address the claim between the two companies in relation to payment for additional workload. This issue will be resolved by separate negotiation, or ultimately by arbitration. “*

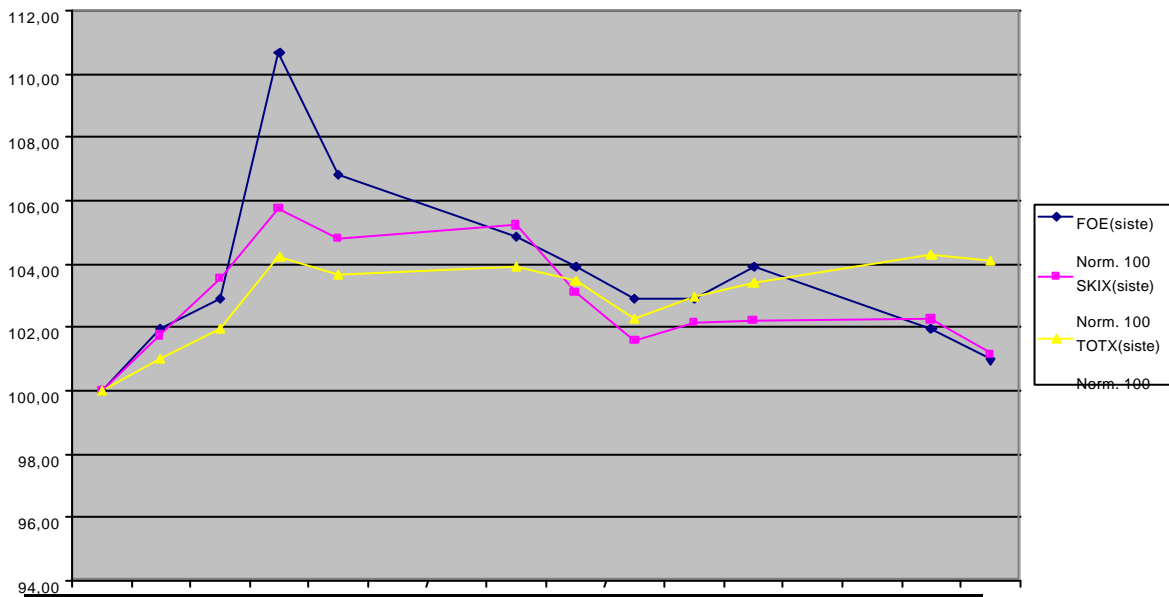
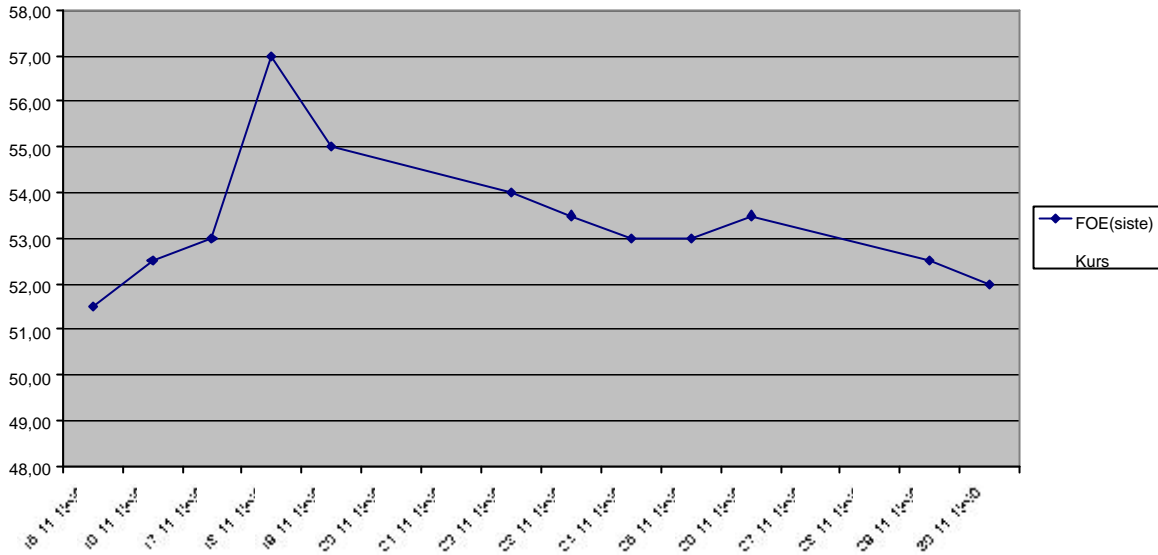
#### **4. Kursutvikling og volum**

*Sluttkursen på FOE var NOK 53 den 17. november 1999. Sluttkursen den 18. november 1999 (etter offentliggjøring av den nevnte børsmeldingen) var NOK 57, en økning på 7,5%. Det ble omsatt 93.100 aksjer i selskapet i perioden kl 10.00 til kl 12.12 den 18. november. Gjennomsnittlig daglig volum for selskapet er ca 141.000 aksjer. I perioden etter at meldingen ble offentliggjort ble det omsatt hele 637.054 aksjer.*

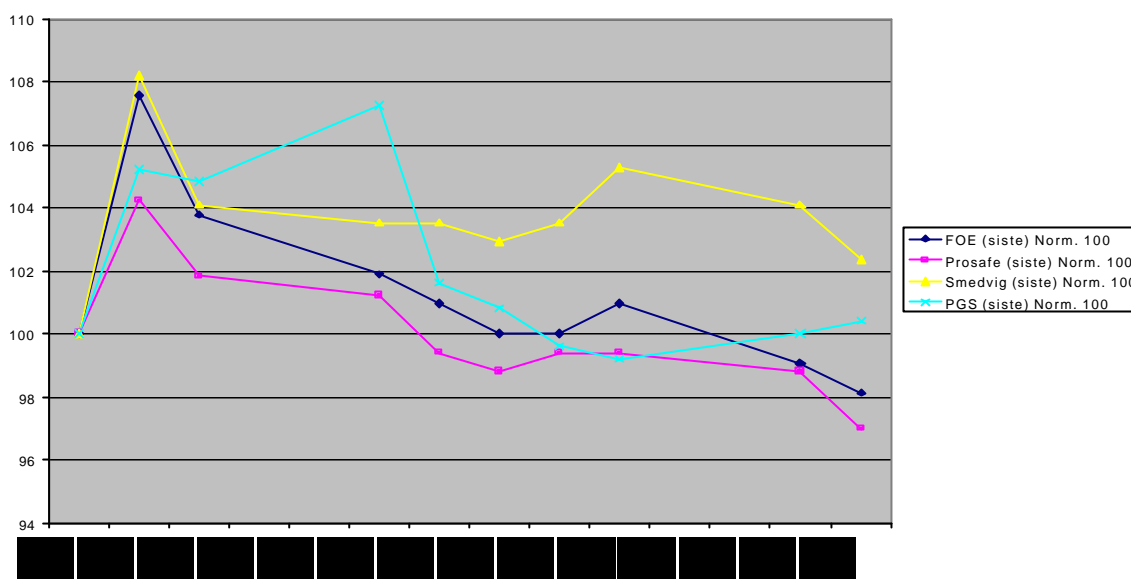
*Nedenfor følger graf over kursutviklingen i selskapets aksjer, samt graf over normalisert kurs i forhold til totalindeksen (”TOTX”) og skipsindeksen (”SKIX”). På bakgrunn av kursutviklingen synes det sannsynlig at opplysningene om avtalen hadde innvirkning på kursen. Tilsvarende gir det høye omsetningsvolumet etter at meldingen ble offentliggjort indikasjon på at meldingen ble oppfattet som viktig av markedet.*

FOE(siste)

Kurs



På bakgrunn av selskapets merknader, jf pkt 8 nedenfor, er det tatt inn graf over normalisert kurs for de fire offshore-selskapene FOE, Prosafe ASA ("Prosafe"), Smedvig ASA ("Smedvig") og Petroleum Geo Services ASA ("PGS") for perioden 16. november til 30. november 1999. Grafen viser at alle disse selskapene hadde en markert kursutvikling (sist omsatt) fra den 17. november til den 18. november 1999.



Kursen på FOEs aksjer har samme relative utvikling som kursen på Smedvigs aksjer for perioden 17. til 19. november 1999. Når det gjelder kursen på aksjene til Prosafe og PGS, har denne en lavere relativ økning i den angitte perioden sammenlignet med det som er tilfellet for FOE. For den aktuelle perioden sammenfaller kursutvikling i FOE mest med kursutviklingen i Prosafe, bortsett fra i perioden 17. til 19. november 1999 hvor FOEs aksjer har en relativt høyere kursutvikling enn det Prosafe ASAs aksjer har.

Når det gjelder volumet for de nevnte selskapene den 18. november 2000, var dette som følger;

Selskap	Gj.snittlig volum	Volum 18.11.1999	%-vis avvik fra normalt volum
FOE	141 000	730 154	418%
Smedvig	33 581	72 700	116%
PGS	686 514	1 463 766	113%
Prosafe	28 983	38 646	33%

FOEs aksjer ble handlet i et betydelig omfang den 18. november 1999, også sammenlignet med nevnte offshoreselskap.

-----

#### 5. Selskapets merknader

Selskapet har i brev av 28. februar 2000 gitt sine merknader til administrasjonens foreløpig innstilling. Oslo Børs har funnet det mest hensiktsmessig å innarbeide selskapets merknader under vurderingene, jf pkt. 8 under.

#### 6. Rettslig utgangspunkt

Informasjonsplikten følger av børsloven § 4-7 hvor det bl.a. heter:

«Foretak hvis verdipapirer er notert på børsen, har plikt til å gi børsen opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene.»

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

«Selskapet skal uoppfordret og umiddelbart gi børsen opplysninger, herunder om endringer i

*forhold som tidligere er meddelt børsen, som må antas å være av ikke vesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer.»*

*Etter børsforskriften § 23-2 andre ledd jf første ledd skal opplysninger som nevnt i § 5-2 offentliggjøres i børsens informasjonssystem. Et unntak følger av børsloven § 4-7 andre setning der det heter:*

*«I spesielle tilfelle og når særlige grunner taler for det kan det bestemmes at opplysningene bare gis til børsstyrets leder, børsdirektøren eller børsdirektørens stedfortreder.»*

*Unntaket følger også av børsforskriften § 23-2 tredje ledd hvor det heter:*

*«Inneholder opplysningene forretningshemmeligheter eller når særlige hensyn for øvrig tilsier det, kan foretaket gi opplysninger bare til børsstyrets leder, børsdirektøren eller børsdirektørens stedfortreder, og kan pålegge disse taushetsplikt slik at opplysningene ikke kan offentliggjøres i henhold til første ledd. Børsdirektøren kan, i samråd med børsstyrets leder eller nestleder, ut fra en helhetlig vurdering hvor det tas hensyn til opplysningenes kurspåvirkende karakter, markedets behov for opplysningene og foretakets behov for taushetsplikt beslutte at opplysningene skal offentliggjøres på tross av pålegget om taushetsplikt. Foretak et skal informeres om slikt vedtak.»*

*Videre følger det av børsforskriften § 5-1 tredje ledd;*

*”Dersom selskapet har grunn til å tro at opplysninger som nevnt i første ledd er kjent for eller er i ferd med å bli kjent for uvedkommende, skal selskapet uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre opplysningene i henhold til § 23-2”*

## 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 ved vurdering av om FOE har brutt informasjonsplikten, først vurderes hvorvidt opplysningene om den inngåtte avtalen mellom Harland & Wolff og Global Marine er å anse som opplysninger i forhold til børsforskriften § 5-2. Videre må det vurderes hvorvidt opplysningene måtte antas å være av en slik karakter at de var av en ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer. Det må så fastsettes på hvilket tidspunkt informasjonsplikten inntrådte.*

*Informasjonen som FOE offentliggjorde i børsmeldingen den 18. november 1999 kl. 12:12 var et resultat av forhandlinger som hadde pågått siden 8. november 1999. I henhold til opplysninger fra FOE ble rammen for og hovedpunktene i avtalen med Global Marine avklart med ledelsen i Global Marine per telefon natt til 18. november 1999. Selskapet har videre opplyst at det om morgenen den 18. november 1999 var så nære en omforent avtale, at ledelsen i FOE fant det riktig å informere markedet. Dette skjedde først kl 12:12.*

*På den andre siden har selskapet i sine merknader av den 28. februar 2000 vist til at det var åpenbart at man ikke hadde en bindende avtale før denne ble signert den 20. november 1999, og at selskapet under normale omstendigheter ville ha offentliggjort avtalen den 20. november 1999. Det ble likevel sendt ut melding fra verftet kl. 9:15 den 18. november 1999, noe som FOE i sitt brev av 28. februar 2000 karakteriserer som ”prematurt”. FOE er enig i at avtalen mellom Global Marine og Harland & Wolff var av ”ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer”. FOE bestriker imidlertid at informasjonsplikten inntrådte den 18. november 1999. Selskapet gir i sitt brev av 28. februar 2000 en detaljert forklaring av utviklingen i de bakenforliggende forhandlinger mellom avtalepartene;*

*”Partene sto svært lenge meget langt fra hverandre. Spenningen var stor og elementene som måtte på plass var mange og kompliserte. Det var således åpenbart at man ikke hadde en bindende avtale*

*før denne var signert. Da partene natt til 18. november ble enige om rammene for en avtale ble dette av verftet ansett som et gjennombrudd, selv om flere avgjørende elementer fremdeles var utestående. Blant annet gjaldt dette innbetalingsplanen for Global Marines à konto betalinger. Global Marine forlangte blant annet at FOE skulle akseptere at hele lånet på £50 mill. skulle utbetales før Global Marine gav sitt bidrag. Lånet skulle heller ikke betjenes eller nedbetales før etter boreskipene var levert. På dette tidspunktet var saldoen på lånet £ 30 mill. (p.t £40 mill.). FOE fastholdt at Global Marine skulle innbetale i henhold til påløpne byggekostnader og at H&W fritt skulle kunne betjene sine lån og tilrettelegge finansiering uavhengig av Global Marine. Avklaring på dette punktet var avgjørende for FOE, og mangel på samme kunne velte hele avtalen. Alternativet var da at H&W ville bli satt under offentlig administrasjon. Forberedelser for dette var iverksatt. Som kjent ble situasjonen avklart, FOE fikk gjennomslag for sitt syn, og avtalen ble undertegnet 20. november. ”*

*På bakgrunn av innholdet i den melding som ble offentliggjort fra Harland & Wolff den 18. november 1999, gjengitt i sin helhet ovenfor, er Oslo Børs imidlertid av den oppfatning at detaljene rundt avtalen på dette tidspunkt hadde materialisert seg slik at avtalen måtte anses som ”opplysninger” i forhold til børsforskriften § 5-2 første ledd. Det vises i denne forbindelse til at Børsklagenemnden i tidligere saker har fastslått at opplysningspliktig kan oppstå selv om endelig avtale ennå ikke er inngått, jf for eksempel Vital-saken.*

*Det neste spørsmål som må avgjøres er hvorvidt opplysningene måtte antas å være av en slik karakter at de var av en ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer.*

*FOE hadde gjennom børsmeldinger både den 15. oktober 1999 og den 10. november 1999 angitt overfor markedet at verftet stod overfor alvorlige økonomiske problemer som måtte finne sin løsning. Det vises til gjengivelse av disse børsmeldingene foran. FOE har videre opplyst i et brev til Oslo Børs av 24. november 1999 at situasjonen i Harland & Wolff på tidspunktet for offentliggjøring av tredjerkvartalsrapporten var så alvorlig at verftet stod i fare for å bli satt under administrasjon, noe som alternativt ville bli iverksatt 19. november 1999. Videre vurderer FOE i samme brev avtalen som viktig for Harland & Wolff. Avtalen innebærer at store deler av garantien på GBP 50 millioner som FOE har utstedt til fordel for Harland & Wolff sannsynligvis kan nedkvitteres. Videre medfører avtalen at verftet kan drives videre, noe som er en forutsetning for at FOE i fremtiden kan få positiv avkastning på sin investerte kapital i verftet, ca NOK 526 millioner (historisk kostpris NOK 519 millioner). FOE bemerker at det endelige utfallet ikke er kjent før skipene er levert og sluttregningen kjent.*

*FOE presiserte i meldingen som ble offentliggjort den 18. november 1999 at Global Marine ikke erkjenner ansvar for det krav som Harland & Wolff har fremsatt for ekstraarbeider, totalt GBP 133,2 millioner. Det innbetalte beløp fra Global Marine er å anse som et à konto beløp. Selv om avtalen om àkonto-betaling ikke medfører noen løsning på konflikten mellom FOE og Global Marine Inc., var en avklaring av den likviditetsmessige vanskelige situasjonen for verftet av stor betydning for FOE. Alternativet til avtale ville være at verftet ble satt under administrasjon med en eventuell derpå følgende avvikling eller konkurs, noe som ville medført en innkalling av garantien på GBP 50 millioner, samt tap av investert beløp, med fradrag for eventuell dividende. Oslo Børs anser det derfor som sensitivt at partene faktisk var enige om en avtale som hindret et slikt utfall.*

*FOEs markedsverdi den 17. november 1999 var på NOK 3.195 millioner. Innkalling av garantien på GBP 50 millioner (NOK 650 millioner basert på en kurs på 13) samt tap av investert beløp på NOK 526 millioner ville medført et vesentlig tap for FOE, i størrelsesordenen ca 37% av markedsverdien den 17. november 1999.*

*FOE har i sine merknader av 28. februar 2000 anført at sakens betydning for selskapet ikke er så vesentlig som Oslo Børs antyder:*

*”Vedrørende Oslo Børs henvisning til avtalens betydning i forhold til Selskapets børsverdi på NOK 3.195 mill. opplyses at Selskapets bokførte egenkapital er NOK 6.603,4 mill. Differansen på over NOK 3.400 mill. skyldes blant annet et divergerende syn på verdien av aksjene i H&W bokført til ca. NOK 519 mill. Sakens betydning er således ikke så vesentlig som Oslo Børs synes å antyde. Vi bestrider dog ikke at saken var av ”ikke uvesentlig” karakter.”*

*Uavhengig av hvilken verdi aksjene i Harland & Wolff er reflektert med i kursen til FOE, så ville en innkalling av en garanti på GBP 50 millioner i seg selv medføre et vesentlig tap for selskapet. Selskapet*

bestrider dog heller ikke at avtalen var av "ikke uvesentlig" karakter.

Kursen på FOEs aksjer var på NOK 53 før børsmeldingen om avtalen ble offentliggjort. Etter at børsmeldingen ble offentliggjort, steg kursen etter tre minutter til NOK 56,50, og aksjene ble senere samme dag omsatt til NOK 58 på det høyeste. Kursen sluttet på NOK 57, opp 8,6% i forhold til en startkurs på NOK 52,50. Samme dag steg totalindeksen med 2,2% og skipsindeksen med 2,1%.

Selskapet har i sine merknader i brev av 28. februar 2000 vist til at andre offshoreselskap hadde tilsvarende utvikling samme dag.

"Vedrørende Deres punkt 4, er det vårt syn at Oslo Børs' fremstilling av kursutvikling og volum i den angjeldende periode gir et svært forenklet bilde av situasjonen. Offshoreselskapene (herunder FOE) har ingen perfekt korrelasjon med Oslo Børs' skipsindeks. Sammenligner man både kurs og volum med sammenlignbare selskaper som ProSafe, Smedvig og PGS, vil man se at korrelasjonen er påfallende. Både kurs og volum steg markant for disse selskapene denne dagen i forhold til de øvrige dagene denne uken. Vi tør derfor be Oslo Børs kommentere FOE's relative utvikling i forhold til disse selskapene (ev. andre selskaper i samme sektor) i den angjeldende periode."

Offshoreselskapene Smedvig, Prosafe og PGS hadde følgende kursutvikling fra 17. til 18. november (sluttkurs 18. november 1999 i forhold til sluttkurs 17. november 1999):

Selskap	%-vis økning
Smedvig	8,19%
FOE	7,55%
PGS	5,22%
Prosafte	4,24%

I forhold til PGS og Prosafe hadde selskapet en relativt høyere kursutvikling, mens aksjekursen på Smedvigs aksjer økte noe mer enn FOEs aksjer. Når det gjelder kursutviklingen for selskapets aksjer, viser Oslo Børs til Børsklagenemndens sak nr. 1/1989 hvor det blant annet fremgår følgende;

"Det lar seg ikke ettersive 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."

Basert på ovenstående, herunder FOEs egen vurdering av avtalen og det forhold at en manglende avtale ville ha medført at Harland & Wolff ville blitt satt under administrasjon, er Oslo Børs av den oppfatning at opplysningene om at det var inngått en avtale mellom Harland & Wolff og Global Marine var av slik karakter at de måtte"...antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer", jf. børsforskrift § 5-2. første ledd. Oslo Børs finner på denne bakgrunn at opplysningene om avtalen var informasjonspliktig etter børsforskriften § 5-2 første ledd.

Et neste spørsmål er når informasjonsplikten inntraff. Informasjonsplikten inntrer «uopfordret og umiddelbart», jf. børsforskriften § 5-2 første ledd. Når det gjelder dette spørsmålet, har selskapet i sitt brev av 24. november 1999 anført følgende;

"Pr. torsdag morgen (dvs den 18. november, vår tilføyelse) var partene så nære en omforent avtale, at FOE-ledelsen fant det riktig å informere markedet.

I ettertid viste det seg at de gjenværende punkter (bl.a. innbetalingsplanen) voldte større problemer enn først antatt. Den endelige avtalen ble underskrevet først lørdag 20. november, ca kl 01.00.

Når riktige tidspunktet for offentligjøring inntraff, er i våre øyne vanskelig å fastslå eksakt."

I selskapets brev av 8. desember 1999 presiseres dette ytterligere;

"Som redegjort for i vårt brev av 24. november var det vanskelig å fastslå eksakt når det riktige



tidspunktet inntraff å informere markedet. Den endelige avtalen ble inngått først natt til 20. november. Alternativet var å vente til avtalen var signert. Imidlertid vurderte FOE ledelsen at faren for lekkasjer var tilstede før avtalen var formelt inngått. Lekkasje om at en avtale var inngått skjedde som nevnt ved verftet ca. kl. 09.15, men intet om innholdet av avtalen. Innholdet ble som kjent offentliggjort av FOE via Oslo Børs kl. 12.12. I løpet av disse ca tre timene forsøkte vi å få verifisert de gjenværende elementer av avtalen. Da dette ikke lyktes, valgte vi å informere markedet om hovedinnholdet i avtalen, selv om denne ikke formelt var bekreftet.”

FOE har selv angitt at rammen for og hovedpunktene i avtalen med Global Marine ble avklart med ledelsen i Global Marine per telefon natt til torsdag 18. november 1999. Selskapet bemerker også i sitt brev av 28. februar 2000 at da partene natt til 18. november 1999 ble enige om rammen for en avtale ble dette av verftet ansett som et gjennombrudd, selv om flere avgjørende elementer fremdeles var utestående. Ledelsen i FOE fant det på dette tidspunktet riktig å informere markedet, men melding ble først offentliggjort kl 12:12, nesten tre timer etter at verftet sendte en pressemelding om avtalen kl 9:15. I følge FOE skyldes denne utsettelsen på nesten tre timer at selskapet benyttet tiden til å verifisere de gjenværende elementene av avtalen.

Som nevnt ovenfor offentliggjorde verftet selv informasjon om avtalen allerede kl 9:15 samme morgen. Etter Oslo Børs vurdering var informasjonen allerede på dette tidspunktet av en slik karakter at den måtte anses som ”opplysninger” i forhold til børsforskriften § 5-2 første ledd, samt at opplysningene allerede på dette tidspunktet var av slik karakter at de måtte ”...antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer”, jf ovenfor. FOE går også i sitt brev av 24. november langt i å angi at informasjonsplikten inntrådte natt til 18. november.

Etter Oslo Børs' vurdering inntrådte informasjonsplikten derfor senest 18. november 1999 før børsens åpningstid. Selskapet skulle på dette tidspunktet gjort markedet oppmerksom på den inngåtte avtalen.

Oslo Børs finner på denne bakgrunn at FOE ikke overholdt informasjonsplikten etter børsloven § 4-7, jf børsforskriften § 5-2 første ledd ved ikke å informere børsen så snart avtalen mellom Harland & Wolff og Global Marine var inngått.

Som selskapet angir i sitt brev av 24. november, er Harland & Wolff er en hjørnestensbedrift i Nord-Irland, med over 4000 ansatte. Usikkerheten rundt verftet var således omfattet av mye interesse, både fra ansatte, fra nærmiljøet og det nord-irske samfunn for øvrig, samt fra de politiske miljøer. Harland & Wolff opplyste allerede kl 9:15 om den oppnådde avtalen, angivelig grunnet press fra omgivelsene. Dette medfører at det kan ha vært en rekke personer som hadde kurssensitiv informasjon før den ble formidlet til resten av markedet. I et tilfelle som dette vil sannsynligheten for at noen handler på ulik informasjon, være stor. Oslo Børs vil bemerke at når en situasjon med asymmetrisk informasjon først har oppstått, burde informasjonen umiddelbart vært utliknet med en børsmelding, senest før markedet åpnet 18. november 1999 kl 10.00. Det forhold at Harland & Wolff offentliggjorde pressemelding om avtalen allerede kl 9:15 den 18. november mens FOE først sendte ut børsmelding om avtalen kl 12:12, medfører i tillegg et brudd på bestemmelsene i børsforskriften § 5-1.

FOE tar selvkritikk for at den aktuelle usikkerheten rundt selskapet oppsto, og opplyser i sitt brev av 28. februar 2000 at det har iverksatt rutiner for at dette ikke skal kunne skje igjen. Blant annet koordineres nå all vesentlig informasjon fra Harland & Wolffs informasjonsavdeling via FOE. Selskapet angir således at det har tatt Oslo Børs' kritikk til etterretning.

I tilfeller hvor informasjonsplikt har inntrådt, men hvor informasjonen 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 intensivt 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.

## 7.2 Sanksjonsspørsmål

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.

Oslo Børs finner at overtredelsen er så vidt alvorlig at det bør reageres med overtredelsesgebyr.

Ved valg av reaksjonsform er det i skjerpende retning lagt vekt på at FOEs datterselskap Harland & Wolff, sendte ut en pressemelding om avtalen mellom Harland & Wolff og Global Marine flere timer i forkant av at børsmelding ble sendt. Dette medførte en situasjon med asymmetrisk informasjon. Når ledelsen i FOE ble klar over dette, burde forholdet umiddelbart ha blitt utlignet ved en børsmelding om avtalen.

I formildende retning er det lagt vekt på at selskapet i den aktuelle situasjon stod overfor en kompleks forhandlingssituasjon med flere parter involvert og hvor det for selskapet kunne være uklart på hvilket tidspunkt forhandlingene var kommet så langt at informasjonsplikt inntrådte. I tillegg nevnes at det per 18. november 1999 gjestod noen uavklarte punkter i kontrakten før denne kunne endelig inngås.

Oslo Børs finner at overtredelsesgebyret passende kan settes til 3 ganger kursnoteringsavgiften, hvilket til sammen utgjør NOK 634.959. Foruten hva som er nevnt ovenfor, har Oslo Børs i reaksjonsfastsettelsen sett hen til Schibsted-saken (børsstyrets sak 115/99) og Alcatel-saken (børsklagenemndens sak 1/2000), hvor gebyret i begge tilfellene ble satt til 3 ganger kursnoteringsavgift.

Vedtak

”Børsstyret vedtok å ilegge Fred. Olsen Energy 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. Klagefrist er 2 – to – uker.”

**Avgjørelse av 26. mai 2000 av klage fra Helgeland Sparebank over børsstyrets vedtak av 12 april 2000 – spørsmål om informasjonsplikt (Børsklagenemnden – sak 3/2000)**

Hele vedtaket erinnet i Oslo Børs Vedtak og Sirkulærer 2000, nr 6

## 1. Klagesaken - Børsklagenemndens sammensetning

I møte 12. april 2000 fattet børsstyret følgende vedtak:

”Børsstyret vedtok å ilegge Helgeland Sparebank overtredelsesgebyr tilsvarende 3 – tre - ganger kursnoteringsavgiften, jf. børsloven § 6-3, jf. børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften § 5-2 annet ledd nr. 1.

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

-----

## 2. Selskapet - sakens bakgrunn

Helgeland Sparebank ble dannet i 1977 ved sammenslåing av en rekke lokale sparebanker. Bankens grunnfondsbevis ble av børsstyret vedtatt tatt opp til børsnotering 18. januar 2000. Første noteringsdag var 3. februar 2000.

Helgeland Sparebank avholdt forstanderskapsmøte den 18. februar 2000. Det ble blant annet vedtatt et utbytte på NOK 3 pr. grunnfondsbevis. Det ble også besluttet at 21. februar 2000 var siste dag hvor grunnfondsbevisene skulle handles inklusive rett til utbytte.

I dagene før forstanderskapsmøtet ble grunnfondsbevisene omsatt for rundt NOK 134 på Oslo Børs. Det vedtatte utbyttet utgjorde således ca. 2,2 % av kursen på grunnfondsbevisene.

Oslo Børs mottok ingen innkalling til eller protokoll fra forstanderstanderskapsmøtet før handelen startet den 22. februar 2000. Dette var første dag grunnfondsbevisene ble handlet eksklusive rett til utbytte (ex-datoen). Med unntak av at det i selskapets foreløpige årsregnskap som ble offentliggjort den 4. februar 2000 er inntatt en setning om at ”foreslått utbytte pr. gr.fondsbevis er kr.3,- ”, ble det heller ikke sendt noen separat melding fra selskapet om det vedtatte utbyttet, før børsen kl. 14.05 den 1. mars 2000 mottok børs melding pr. elektronisk post.

Børsen iverksatte undersøkelser for å finne ut om det tidligere var mottatt informasjon om ex-dato. Slik informasjon forelå ikke og det ble deretter innført børs pause. Banken sendte noe senere samme dag melding om at den forpliktet seg til å kompensere eventuelle tap som følge av forsinket informasjon om vedtatt utbytte for bankens grunnfondsbevis. Den 1. mars 2000 ble det registrert tre handler på til sammen 2000 grunnfondsbevis til kurs NOK 130. Det ble ikke foretatt handler i perioden 22. februar til 29. februar 2000.

-----

Klager stiller spørsmål ved rimeligheten ved å la kursnoteringsavgiften danne utgangspunktet for overtredelsesgebyrets størrelse. Klager uttaler i denne forbindelse:

”Som opplyst i børsstyrets begrunnelse vil utstedere med børsverdi opp til NOK 1,66 mrd betale den same kursnoteringsavgift. Det ligger i utmålingssystemet at overtredelsesgebyret vil ramme de forskjellige utstedere ulikt. For Helgeland Sparebank utgjør det ilagte overtredelsesgebyr ca 0,5 % av selskapets børsverdi, mens et tilsvarende gebyr for et selskap med børsverdi på NOK 1,66 mrd vil utgjøre ca 0,02 %. Dersom denne virkningen ikke tillegges vekt ved utmålingen, vil det skje en urimelig og ubegrunnet forskjellsbehandling av utstederne ved Oslo Børs. Det vises i denne sammenheng til at det ikke er noe myndighetsfastsatt krav om at overtredelsesgebyr skal fastsettes i kursnoteringsavgifter, jf børsforskriftens § 25-5.”

Klager fremholder at Motegruppen for tre isolert sett mer alvorlige overtredelser ble ilagt et lavere nominelt overtredelsesgebyr (250.000) enn Helgeland Sparebank for den ene overtredelsen (300.000). Dette til tross for at børsstyret har ment å gi Helgeland Sparebank en mildere reaksjon.

I sitt brev av 24. mai 2000 kommenterer klager børsstyrets merknad om at Helgeland Sparebank i forbindelse med søknad om notering må ha tatt stilling til det forhold at overtredelsesgebyret er en funksjon av børsens avgiftsstruktur. Klager uttaler i denne forbindelse:

”Etter vårt syn blir denne anførselen fra Oslo Børs søkt, i det banken ikke kan anses å ha frasagt seg retten til å påberope seg urimelig forskjellsbehandling ved at bankens grunnfondsbevis ble søkt opptatt til notering.

Etter Helgeland Sparebanks syn må utgangspunktet for Oslo Børs' utmåling bli å være hvordan tilsvarende overtredelser er sanksjonert tidligere. I denne sammenheng er det det faktiske resultat det som er interessant, det beløp overtrederen må betale til Oslo Børs, ikke hvilken multiplikator man benytter i

*forhold til kursnoteringsavgiften. Multiplikatorprinsippet følger ikke av børsforskriften, men er benyttet i praksis. Børsklagenemnden må vurdere om urimelige utslag av denne praksis skal opprettholdes eller endres i samsvar med hva som er et rimelig overtredelsesgebyr.*

*Oslo Børs har i sin begrunnelse for vedtak av 12. april 2000 lagt til grunn at Helgeland Sparebank skulle ilegges en mildere straff enn det Motegruppen ASA fikk. Reelt sett er imidlertid straffen for Helgeland Sparebank strengere. Dette gjelder uavhengig av de endringer som er foretatt i avgiftssatsene etter at Motegruppen ASA ble ilagt sitt overtredelsesgebyr. Endringen av avgiftsstrukturen er for øvrig uten interesse i denne saken.”*

*Avslutningsvis kommenterer klager i dette brevet også børsstyrets uttalelse om at overtredelsesgebyret må ses i sammenheng med bankens totale egenkapital og markedsverdi. Til dette anfører banken at systemet med utmåling av overtredelsesgebyr i forhold til noteringsavgift blir fullstendig meningsløst dersom også sparebankfondet, som er en tilnærmet eierløs kapitalbase, skal inngå som en del av vurderingen av om overtredelsesgebyret er forholdsmessighet. Det vises videre til at børsstyret ved denne anførselen et nytt parameter ved vurderingen som ikke er hensyntatt ved utmåling av avgifter for øvrig.*

#### **4. Begrunnelse for børsstyrets vedtak**

*Børsstyret anser ikke at det er grunnlag for å omgjøre vedtaket av 12. april 2000.*

*Børsstyret viser til at klager som grunnlag for å redusere sanksjonen overfor Helgeland Sparebank, har vist til Motegruppens sak hvor flere bestemmelser i børsforskriften var overtrådt. Børsstyret uttaler i denne forbindelse:*

*”De aktuelle bestemmelsene var børsforskriften §§ 4-1, 4-4 og 5-2 andre ledd. Alle disse bestemmelsene relaterer seg til avholdelse av generalforsamling og beslutninger fattet i generalforsamlingen. Oversendelse av både innkalling til og protokoll fra generalforsamlingen vil gi børsen en mulighet for å søke etter ytterligere opplysninger om viktige beslutninger i generalforsamlingen og dermed en foranledning til å få tilsendt de aktuelle skjemaene. Det vesentlige i forhold til utmålingen av overtredelsesgebyret, er etter børsens oppfatning effekten av at opplysningene ikke forelå hos børsen, ikke objektivt hvor mange overtredelser som ikke er overholdt. I HELGs tilfelle har således overtredelsen av § 5-2 andre ledd samme konsekvens, dog i mindre omfang, som overtredelsen av flere bestemmelser hadde for Motegruppen.”*

*Når det gjelder det faktum at Helgeland Sparebank ikke fikk tilsendt rapporteringsskjema i løpet av de tre første ukene av noteringen viser børsstyret til at det ble avholdt et møte litt mer enn en uke før det faktiske opptak til børsnotering hvor alt aktuelt regelverk og uttalelser fra Oslo Børs ble overlevert og var gjenstand for gjennomgang. Etter børsstyrets oppfatning må det forutsettes at utsteder i forbindelse med at notering finner sted, setter seg grundig inn i materialet som blir overlevert. Videre er det ifølge børsstyret en forutsetning for børsnotering at selskapet, fra noteringstidspunktet, har rutiner som sikrer at forpliktelsene overfor børsen overholdes. Børsstyret erkjenner at det kan være vanskelig for et nylig notert selskap å forholde seg til de mer skjønnsmessige bestemmelser i børsforskriften. Plikten til å gi opplysninger om utbyttedato fremgår imidlertid klart av børsforskriften, og det er derfor ifølge børsstyret kun et spørsmål om selskapet har gode rutiner og setter seg grundig inn i sine forpliktelser.*

*Med hensyn til klagers anførsel om at konsekvensen av Motegruppens brudd på børsforskriftens bestemmelser var langt mer alvorlig enn i den foreliggende sak, både hva gjelder innvirkning på kursen og indeksen, og at de to tilfellene av den*

*grunn ikke er sammenlignbare, uttaler børsstyret følgende:*

*”Relativt sett er det korrekt at Motegruppens unnlatelse hadde større konsekvenser enn HELGs. Dette er også hensyntatt i utmålingen, jfr. børsstyrets protokoll hvor det fremgår at overtredelsesgebyret er fastsatt ”etter en samlet vurdering”. I denne saken har børsen lagt vekt på det forhold at forglemmelsen hadde konsekvenser, noe som ikke er tilfelle dersom generalforsamlingsprotokollen/skjema hadde kommet for sent, men før ex-dato eller hvis det ikke var besluttet utdeling av utbytte. At betydningen for kursen og indeksen er minimale er ikke nødvendigvis det vesentligste ettersom det faktisk har vært feil premisser for kursnoteringen og indeksberegningen og at det er negativt for børsen.”*

*Børsstyret kommenterer videre klagers henvisning til sirkulære nr. 7/99 i forbindelse med manglende overholdelse av formalkrav etter børsforskriften som for eksempel protokoll fra generalforsamling og forslag og beslutning om utbytte hvor det var uttalt at brudd på disse bestemmelsene normalt vil påpekes skriftlig overfor utsteder. Ifølge børsstyret rettet det nevnte sirkulæret rettet seg mot forhold som ”ikke nødvendigvis vil være kurspåvirkende isolert sett. Disse opplysningene er nødvendige for at markedet skal kunne danne seg et tilfredsstillende ”totalbilde” av selskapet”, jf. sirkulæret andre avsnitt. Børsstyret uttaler videre i denne forbindelse:*

*”I det foreliggende tilfellet hadde overtredelsen en direkte betydning for kursnoteringen men neppe på indeksen. Det vesentlige er imidlertid at det forelå feil eller ufullstendig informasjon i markedet, i motsetning til situasjoner hvor det ikke er besluttet utbytte eller slik info er forsinket, dog ikke slik at forsinkelsen varer til etter ex-datoen. Forstanderskapsmøtet ble avholdt den 18. februar. Banken kunne helt frem til og med børsens stengetid den 21. februar som var ex-dato, meddelt opplysningene uten at det ville fått konsekvenser for kursnoteringen. Når banken imidlertid først 12 dager etter at vedtaket er fattet informerer om forholdet, er man etter børsens vurderinger langt utenfor de forhold som sirkulæret omfatter.”*

*Når det gjelder klagers henvisning til Saga-saken som gjaldt brudd på børsforskriften § 5-2 første ledd, og uttalelsen der om at opplysningenes betydning for kursen og omsetningen i selskapets aksjer er av betydning for utmåling av sanksjon, uttaler børsstyret følgende:*

*”Ved spørsmål om brudd på børsforskriften § 5-2 første ledd er det ofte en langt større grad av vurdering med hensyn til hvorvidt informasjonsplikt foreligger og ikke minst når den må kunne anses å ha inntrådt. HELGs sak gjelder et brudd på børsforskriften § 5-2 annet ledd. Denne bestemmelsen inneholder notoriske regler hvor det ikke er særlig grad av vurdering med hensyn til om pliktene etter bestemmelsen har inntrådt eller ikke. Et tilsvarende behov for å foreta en avstemming mellom forskriftsbestemmelsens klarhet og utmåling av sanksjon foreligger derfor ikke i slike saker.”*

*Børsstyret viser til klagers anførsel om at overtredelsesgebyrets størrelse utgjør ca. 0,5 % av markedsverdien av grunnfondsbevisene, og at det også er høyere nominelt enn hva som var tilfelle i Motegruppens tilfelle. Videre vises det til klagers uttalelse om at det ikke er et myndighetskrav at overtredelsesgebyr skal fastsettes i kursnoteringsavgifter. Børsstyret uttaler i denne forbindelse at i henhold til børsens praksis utmåles de pekuniære sanksjoner i antall kursnoteringsavgifter. Hvor omfattende sanksjonen er vil derfor være avhengig av antall kursnoteringsavgifter som ilegges. Sanksjonens maksimale størrelse er ti ganger kursnoteringsavgiften, og følger av børsforskriften § 25-5. Etter børsstyrets mening vil den eksisterende praksis i de aller fleste tilfeller gi mulighet for en sanksjon som er avpasset selskapets verdi. I noen enkelttilfeller, eksempelvis hvor markedsverdien av verdipapirene er lav, vil denne praksis kunne føre til at sanksjonen relativt sett kan fremstå som mer tyngende. Ifølge børsstyret er overtredelsesgebyrets størrelse delvis en konsekvens av børsens avgiftsstruktur. Det må ifølge børsstyret forutsettes at banken ved innsendelse av søknad om notering var kjent med denne strukturen, og tok dette forholdet med i vurderingen av om det skulle søkes om notering. Børsstyret bemerker i denne forbindelse at også den årlige kursnoteringsavgiften har en tilsvarende struktur og effekt sett i forhold til markedsverdien av de noterte verdipapirene. Videre bemerkes det fra børsstyret side at den nominelle kursnoteringsavgiften er forhøyet siden Motegruppens sak var til vurdering. Børsstyret påpeker videre at for sparebanker beregnes kursnoteringsavgiften i forhold til markedsverdien av grunnfondskapitalen. Denne kapitalen utgjør dog kun en del av hele bankens egenkapital og markedsverdi. Sett i forhold til bankens markedsverdi blir sanksjonen derfor ifølge børsstyret relativt sett mye mindre.*

Avslutningsvis uttaler børsstyret:

*”Børsen er av den oppfatning at virkningen av den praksis som er lagt til grunn ikke er så urimelig at dette tilfellet skulle foranledige en endring av praksis. Virkningen er heller ikke så urimelig at den gir grunn for å redusere antall kursnoteringsavgifter som ilegges som overtredelsesgebyr.*

*På grunnlag av ovenstående er børsen av den oppfatning at det ikke foreligger grunnlag for å endre vedtaket. ”*

## **5. Børsklagenemndens bemerkninger**

*Børsforskriften § 5-2, annet ledd nr. 1 er overtrådt. Denne overtredelsen er akseptert av Helgeland Sparebank. Klagen gjelder derfor utelukkende den sanksjon børsstyret har ilagt.*

*Børsklagenemnden er enig med børsstyret i at en utsteder i forbindelse med at børsnotering finner sted, må sette seg grundig inn i alle regler som skal følges. Her ble det dessuten forut for børsnoteringen avholdt et møte med børsen, hvor Helgeland Sparebank fikk overlevert et komplett materiale med regelverk og uttalelser. Dette ble også gjennomgått på møtet. Det må være manglende rutiner i banken som gjør at informasjonsplikten i dette tilfelle er oversett, og slike rutiner bør være på plass fra det øyeblikk selskapet er børsnotert.*

*Overtredelsen er alvorlig når den medfører at det i en periode har vært lagt feil premisser til grunn for kursnoteringen og indeksberegningen, ved at det ikke ble gitt informasjon om at grunnfondsbevisene fra og med 22. februar ble handlet eksklusive utbytte. Saken skiller seg i så måte fra de forhold som er omhandlet i sirkulære 7/99.*

*I motsetning til Vital-saken (sak 1/96 og 2/97), som gjaldt overtredelse av en skjønnsmessig grense for på hvilket tidspunkt under oppkjøps-/fusjonsforhandlinger man er kommet så langt at informasjonsplikten overfor børsen inntreer, gjelder det her overtredelse av helt klare og konsise bestemmelser i børsforskriften. Børsklagenemnden viser også til Alcatel-saken (sak 1/2000) hvor overtredelsesgebyret ble satt til tre ganger kursnoteringsavgiften.*

*Etter en samlet vurdering finner Børsklagenemnden ikke grunn til å gjøre endringer i den sanksjon børsstyret har fastsatt.*

## **6. Vedtak**

*Børsstyrets vedtak av 23. mai 2000 om ikke å endre vedtaket av 12. april 2000 om å ilegge Helgeland Sparebank overtredelsesgebyr tilsvarende 3 – tre - ganger kursnoteringsavgiften, jf. børsloven § 6-3, jf. børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften § 5-2 annet ledd nr. 1, stadfestes.*

*Avgjørelsen er enstemmig.*

**Avgjørelse av 19. juni 2000 av klage fra Olav Thon Eiendomsselskap ASA over børsstyrets vedtak 12. april 2000 - overtredelsesgebyr for for sen vedtakelse og offentliggjøring av delårsrapport for siste delår 1999. (Børsklagenemnden - sak 4/2000)**

*Hele saken er inntatt i Oslo Børs Vedtak og Sirkulærer 2000, nr. 8*

### **1. Klagesaken, Børsklagenemndens sammensetning**

*I møte 12. april 2000 fattet børsstyret følgende vedtak:*

*”Børsstyret vedtok å ilegge Olav Thon Eiendomsselskap ASA overtredelsesgebyr tilsvarende 1 - en - ganger kursnoteringsavgiften, jf. børsloven § 6-3, jf. børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften § 6-2 annet ledd.*

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

## **2. Kort om selskapet og sakens bakgrunn**

Oslo Børs uttaler:

"OLT er et eiendomselskap innen Olav Thon Gruppen. Selskapets strategi er å investere i sentralt beliggende næringsseidommer, med hovedvekt på Oslo området.

Selskapet hadde i 1999 ca. NOK 483 mill i driftsinntekter. Driftsresultatet var ca NOK 306 mill, mens årsresultatet var ca NOK 122 mill."

Ifølge Oslo Børs vedtok OLTs styre delårsrapporten for annet halvår 1999 den 17. mars 2000, og den ble mottatt og offentliggjort av Oslo Børs kl. 15.08 den 17. mars 2000.

Oslo Børs uttaler:

"Selskapet har til og med 1999 rapportert halvårlig. Det vil si at selskapet forut for delårsrapporten for annet halvår 1999, ikke har offentliggjort finansiell informasjon siden 30. august 1999."

-----

## **5. Børsklagenemndens bemerkninger**

Børsklagenemnden konstaterer at omfanget av Børsens dispensasjon ikke er omtvistet. Olav Thon Eiendomsselskap ASA (OLT) aksepterer at selskapets tolkning av dispensasjonen var uriktig, men mener at feiltolkningen er unnskyldelig, først og fremst på grunn av tvetydige formuleringer i sirkulære 6/99.

Det ble i januar 1999 foretatt en del endringer i regelverket. For en av disse - plikten til å rapportere kvartalsvis - ble ikrafttredelsen utsatt. Dette ble bestemt i form av en generell "dispensasjon" fra denne plikten i 1999 for selskaper som ikke allerede rapporterte kvartalsvis. For de øvrige endringer ble det ikke gitt noen slik dispensasjon. Dette innebar bl. a. at plikten til å vedta delårsrapport for siste delår innen to måneder etter regnskapsårets utgang gjaldt for regnskapsåret 1999 for alle børsnoterte selskaper, inkl. OLT.

Børsklagenemnden forstår det slik at vedtaket om dispensasjon ikke ble meddelt OLT eller andre selskaper på annen måte enn gjennom det nevnte sirkulære 6/99.

I sirkulære 6/99 omtales de endringer i børsforskriften som ble fastsatt 22. januar 1999. Punkt 5.6 har overskriften "Endrede krav til regnskapsrapportering for selskaper med børsnoterte aksjer (Kap 6)". I første avsnitt etter overskriften nevnes det nye kravet om kvartalsrapportering, og det opplyses at endringen trer i kraft 5. februar 1999. Resten av første avsnitt lyder slik:

"For noterte selskaper som i dag har halvårs- eller tertialrapportering har Oslo Børs besluttet med hjemmel i § 6-6 å gi en generell utsettelse slik at rapporteringsplikten først inntreer fra første kvartal 2000. Ved opptak av nye noterte foretak inntreer plikten straks."

Annet avsnitt innledes slik:

"Det skal utarbeides delårsrapport også for 4. kvartal. Denne skal utgjøre selskapets foreløpige årsoppgjør . . ."

OLT viser til at annet avsnitt bare omtaler delårsrapport for fjerde kvartal. Dette tilsier at plikten til å avgi delårsrapport for siste delår 1999 bare gjelder for selskaper med kvartalsrapportering. Det var således en naturlig forståelse av sirkulæret at den utsatte ikrafttredelsen som omtales i første avsnitt og som gjelder for selskaper med halvårs- og tertialrapportering, også omfatter plikten til å gi delårsrapport for siste delår 1999. Børsklagenemnden er enig med OLT i at dette er en rimelig forståelse av sirkulæret. Børsklagenemnden mener videre at denne forståelsen er såvidt naturlig ut fra

teksten, at OLT heller ikke hadde oppfordring til å ta opp tolkningsspørsmålet med Børsen.

Børsen viser også til at det ikke var noen fornuftig grunn til å gi utsettelse med plikten til delårsrapportering, og at sirkulæret må tolkes på bakgrunn av dette. Børsklagenemnden kan heller ikke slutte seg til dette. OLT måtte i et tilfelle som dette kunne basere seg på den forståelse som ordlyden i sirkulæret legger opp til, uten å reflektere nærmere over bakgrunnen for de nye regler og de dispensasjoner som var gitt.

Børsklagenemnden er enig med Oslo Børs i at det er viktig at selskapene følger de rapporteringsregler som gjelder til enhver tid, og at selskapene må sørge for å ha rutiner som sikrer dette. Børsklagenemnden mener imidlertid at Oslo Børs må ta en vesentlig del av ansvaret for at de nye reglene ble misforstått av OLT. Det er i saken ikke bare tale om informasjon fra Børsen om innholdet av nye forskrifter. Det er også tale om Børsens opplysning om innholdet i og omfanget av Børsens egen dispensasjon fra de nye regler. Børsklagenemnden mener i lys av dette at overtredelsesgebyr ikke bør ilegges.

## 6. Vedtak

Børsstyrets vedtak av 12. april 2000 om å ilegge Olav Thon Eiendomsselskap ASA overtredelsesgebyr tilsvarende 1 - en - ganger kursnoteringsavgiften oppheves. Overtredelsesgebyr ilegges ikke.

Avgjørelsen er enstemmig.

### **Storebrand ASA – for sen vedtakelse og offentliggjøring av delårsrapport for fjerde kvartal 1999 (Protokollutskrift fra børsstyrets møte 12.04.00)**

#### 1. Innledning

Saken gjelder brudd på børsforskriftens regler om vedtakelse og offentliggjøring av delårsrapport for fjerde kvartal 1999 for Storebrand ASA ("STB"). Etter børsforskriften § 6-2 skal selskapets styre innen to måneder etter utløpet av en regnskapsperiode vedta delårsrapport for perioden. Delårsrapport for fjerde kvartal utgjør også foreløpig årsregnskap. Etter børsforskriften § 6-3 skal delårsrapporter, herunder foreløpig årsregnskap, sendes børsen straks de er vedtatt.

Delårsrapporten ble mottatt og offentliggjort av Oslo Børs kl 8.52 den 8. mars 2000.

#### 2. Vedtak

"Børsstyret vedtok å ilegge Storebrand ASA overtredelsesgebyr tilsvarende 1-en- ganger kursnoteringsavgiften, jf. børsloven § 6-3, jf. børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften § 6-2 annet ledd.

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

### **Avgjørelse av klage fra Steen & Strøm ASA over børsstyrets vedtak 12. april 2000 - overtredelsesgebyr for for sen vedtakelse og offentliggjøring av delårsrapport for fjerde kvartal 1999 (Børsklagenemnden - sak 5/2000)**

Hele saken er publisert i Oslo Børs Vedtak og Sirkulærer 2000, nr. 8

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

I møte 12. april 2000 fattet børsstyret følgende vedtak:

"Børsstyret vedtok å ilegge Steen & Strøm ASA overtredelsesgebyr tilsvarende 1 - en - ganger kursnoteringsavgiften, jf. børsloven § 6-3, jf. børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften § 6-2 annet ledd.

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



-----

## 2. Kort om selskapet og sakens bakgrunn

-----

*I følge Oslo Børs vedtok selskapets styre delårsrapporten for fjerde kvartal først den 8. mars 2000, og den ble mottatt og offentliggjort av Oslo Børs kl. 14.03 den 8. mars 2000.*

*Oslo Børs uttaler bl.a.:*

*"Oslo Børs tok den 24. februar 2000 kontakt med selskapet for å informere om at selskapets finansielle kalender, hvoretter selskapet hadde til hensikt å vedta og offentliggjøre delårsrapport for fjerde kvartal den 9. mars 2000, ville innebære et brudd på børsforskriften § 6-2.*

*I brev fra selskapet datert 25. februar 2000 (vedlegg 1), mottatt av Oslo Børs den 1. mars 2000, fremgår det at selskapets styre ikke er i stand til å behandle foreløpig årsregnskap før den 9. mars 2000. Dette begrunnes med usikkerheten knyttet til gjennomføring av salg av konsernets entreprenørvirksomhet.*

*Selskapet sendte et oppfølgingsbrev datert 6. mars 2000 (vedlegg 2) hvor det også fremkommer at selskapet ikke hadde "fanget opp endringene i børsforskriften m.h.t dato for offentliggjørelse av foreløpige regnskapstall."*

-----

## 5. Børsklagenemndens bemerkninger

*Steen & Strøm ASA (SST) mener at den forsinkede rapportering skyldes forhold som medfører at overtredelsesgebyr ikke bør ilegges. Selskapet viser først og fremst til at fristen ikke kunne overholdes på grunn av usikkerheten om selskapets situasjon (salg eller avvikling av entreprenørvirksomheten). Selskapet påberoper seg dessuten at regelen om delårsrapportering for siste kvartal er ny, og videre at Børsen ikke har oppfylt sin veiledningsplikt ved ikke å reagere tidligere på opplysningene i selskapets finansielle kalender, som ble sendt Børsen i januar 2000.*

*Det følger av selskapets henvisning til Børsens veiledningsplikt at selskapet ikke var oppmerksom på den nye regelen om rapportering innen utløpet av februar måned. Det er for øvrig uttrykkelig sagt fra selskapets side at det ikke hadde fanget opp endringene i regelverket. Når dette var situasjonen, kan usikkerheten om selskapets situasjon i utgangspunktet ikke ha hatt noen direkte betydning for at rapportering ikke skjedde innen fristen. Børsklagenemnden forstår det imidlertid slik at den nevnte usikkerheten gjorde det umulig for selskapet å overholde fristen etter at det var blitt varslet av Oslo Børs 24. februar 2000.*

*Børsklagenemnden finner det klart at klagen ikke kan føre frem på det grunnlag at overtredelsen gjelder en ny regel. Børsnoterte selskaper plikter å følge med i endringer i regelverket for børsnotering. Fritakelse for overtredelsesgebyr på det grunnlag at overtredelsen gjelder en ny regel, ville gi SST og de børsnoterte selskaper i sin alminnelighet et uheldig signal om viktigheten av at selskapene til enhver tid har grundig kjennskap til reglene for børsnotering. Oslo Børs hadde for øvrig sendt ut informasjon om de nye reglene gjennom sitt sirkulære 6/99. Børsklagenemnden kan ikke se at innholdet i sirkulæret gir rom for misforståelser for SSTs vedkommende. Dette er heller ikke påberopt av SST.*

*Når det gjelder Børsens veiledningsplikt, peker Børsen selv på at den ikke har rutiner for å fange opp uoverensstemmelser mellom meldinger fra selskapene om finansielle kalendre og det gjeldende regelverk om rapportering. Børsklagenemnden aksepterer dette, og kan ikke se at SST kan velte ansvaret for sin manglende kjennskap til de nye reglene over på Oslo Børs.*

Som nevnt ovenfor, er relevansen av SSTs henvisning til usikkerheten om sin situasjon, noe uklar. Børsklagenemnden mener at manglende kjennskap til den nye regelen må anses som hovedårsaken til den forsinkede rapportering. Hvis selskapet hele tiden hadde vært klar over regelen, burde det i alle tilfelle ha tatt opp eventuelle vanskeligheter med å rapportere innen fristen med Børsen i god tid før fristens utløp, eventuelt i form av en søknad om dispensasjon. Når selskapet først ble klar over rapporteringsplikten få dager før fristens utløp, kan det etter Børsklagenemndens syn ikke påberope usikkerheten om forhandlingene med Veidekke som grunnlag for å unnlate å rapportere innen fristen og dermed for å slippe overtredelsesgebyr.

Børsklagenemnden finner grunn til å tilføye at den er enig med Oslo Børs i at den nevnte usikkerheten uansett ikke ville ha vært til hinder for rapportering innen fristen.

Børsklagenemnden er etter dette kommet til at overtredelsen bør sanksjoneres med overtredelsesgebyr. Nemnden kan ikke se at gebyret bør settes lavere enn en gang kursnoteringsavgiften. Å sette gebyret lavere enn dette, ville være å gi SST og de børsnoterte selskaper i sin alminnelighet et uheldig signal om viktigheten av at selskapene setter seg grundig inn i reglene for børsnotering og etterlever disse.

## **6. Vedtak**

Børsstyrets vedtak av 12. april 2000 om å ilegge Steen & Strøm ASA overtredelsesgebyr tilsvarende 1 - en - ganger kursnoteringsavgiften stadfestes.

Avgjørelsen er enstemmig.

## **5.2 Informasjon på engelsk**

### **Selskap som er gitt tillatelse til å gi informasjonsplikt på engelsk**

Tandberg Television  
TGS Nopec Geophysical Co  
Petroleum Geo-Services  
Stepstone  
Telecomputing  
Norman  
PhotoCure  
Nutri Pharma  
Unitor

### **Stepstone ASA - søknad etter børsforskriftens § 23-5 om å gi opplysninger etter børsforskriften på engelsk (vedtak 12.04.00)**

Børstdirektørens innstilling med forslag til vedtak med begrunnelse følger nedenfor.

Det foreslås at det fattes følgende vedtak:

"Børsstyret vedtok med bakgrunn i børsforskriften § 23-5 annet ledd tredje punktum å innvilge Stepstone ASA dispensasjon til å gi opplysninger etter børsforskriften kap. 5 og §§ 6-3 og 6-4 kun på engelsk. "

#### **1. Innledning**

Stepstone ASA ("STP") har i brev av 14. mars 2000 med bakgrunn i børsforskriften 23-5 annet ledd søkt om at STP kan avgi børsmeldinger kun på engelsk.

#### **2. Sakens bakgrunn**

Den reviderte børsforskriften, fastsatt av Finansdepartementet 22. januar 1999, gir i § 23-5 annet ledd anledning for børsstyret til å gjøre unntak fra hovedregelen om at norske utsteder skal gi opplysninger etter børsforskriften på norsk. Etter bestemmelsen kan børsstyret beslutte at utsteder i stedet for eller i tillegg til annet språk skal gi opplysningene på engelsk.

*Bestemmelsen åpner således for at børsstyret kan beslutte at norske utstedere skal offentliggjøre opplysninger etter børsforskriften både på norsk og engelsk eller kun på engelsk.*

*Børsforskriften § 23-5 annet ledd første punktum benytter begrepet "utstedere" i den forstand at dette gjelder samtlige norske utstedere med finansielle instrumenter notert på Oslo Børs.*

*Unntaksbestemmelsen i annet ledds siste punktum benytter begrepet "utsteder". Det antas således at unntaket kan gis til en enkelt norsk utsteder etter søknad eller for alle norske utstedere under ett dersom børsstyret finner dette formålstjenlig.*

### **3. Vurdering**

*STP begrunner sin søknad med følgende:*

*"The following factors being relevant in this connection:*

- *Application, prospectus and offering documentation was prepared in English only*
- *The company internal policy re. communication is English language only*
- *Key members of the management team are not Norwegian speakers*
- *The company must make the same disclosures in English to the London Stock Exchange*
- *We need to avoid information delays, information mismatch and translation issues among investors and between the UK and Norwegian markets"*

*Selskapets års- og delårsrapporter utgis i utgangspunktet også på engelsk. Etter børsforskriften skal disse i tillegg også utgis på norsk. Oversettelse, bearbeidelse samt trykking medfører tilleggskostnader for selskapet.*

*Børsforskriftens bestemmelser er ment å sørge for at det norske verdipapirmarkedet får tilgang til opplysninger om selskapet på norsk. Dette hensynet er således ment å skulle gå foran hensynet til utsteder.*

*Spørsmålet er da hvorvidt brukere av de aktuelle opplysningene har et så stor behov for og nytte av at opplysningene gis på norsk at denne er større enn de aktuelle utstedernes kostnader med å offentliggjøre opplysninger på norsk i tillegg til annet språk.*

*Oslo Børs har i den senere tid vært i kontakt med flere norske IT- og internettrelaterte selskaper som vurderer notering ved Oslo Børs. Flere av disse selskapene har gitt uttrykk for planer om å la seg notere ved flere børser, og da gjerne ved engelsk- språklige børser. Selskapene har vært opptatt av språkkrav, først og fremst i forbindelse med offentliggjøring av prospekt, men også med tanke på offentliggjøring av opplysninger etter børsforskriften etter at selskapene eventuelt har blitt notert. Selskapenes ledelse er gjerne utenlandske. De ønsker videre å fremstå som internasjonale aktører med engelsk som forretningspråk. I en tid som er preget av store endringer, økende grad av internasjonalisering og ikke minst en stadig økende konkurranse blant børser om å tiltrekke seg de presumptivt mest interessante investeringsobjektene, bør Oslo Børs i noe grad tilpasse seg selskapenes behov/ønsker.*

*Børsforskriften § 23-5 har ikke blitt forstått å skulle omfatte prospekter. Det er etter børsforskriften således ikke krav om at norske selskaper utarbeider og offentliggjør prospekter på norsk. Dog viser praksis at norske selskaper i stor grad utarbeider prospekter på norsk. Vi ser også at prospektene i større grad oversettes til engelsk. Etter verdipapirhandelloven § 5-5 tredje ledd kan børsen kreve at prospekter som utarbeides med bakgrunn i verdipapirhandellovens bestemmelser skal være på norsk. Børsen har i alle år anbefalt norske selskaper å utarbeide prospekter på norsk. Anbefalingen har med svært få unntak blitt tatt hensyn til. I den senere tid har børsen imidlertid i økende grad blitt utfordret på dette punkt. Dette gjelder i særlig grad selskaper som er eller planlegger notering ved engelsk språklig børs i tillegg til Oslo Børs. Det kan nevnes at Oslo Børs allerede i 1994 ga PGS dispensasjon fra å oversette "utligningsprospekt" etter rettet emisjon (ikke tegning i det norske markedet) fra engelsk til norsk. STP har offentliggjort et introduksjonsprospekt som i sin helhet er utarbeidet på engelsk.*

*Som nevnt gjelder kravet til å gi opplysninger på norsk kun norske utstedere. Utenlandske utstedere kan fritt velge mellom å gi opplysningene på svensk, dansk eller engelsk. Dette skillet oppleves som tilfeldig og lite meningsfylt av mange utstedere.*

*Tidligere har børsstyret vedtatt at PGS og TGS kan gi opplysninger etter børsforskriften på engelsk. PGS er også notert på utenlandsk børs. STP er sekundærnotert på London Stock Exchange.*

*I følge vedlegg til noteringsavtalen som benyttes ved Stockholms Fondbörs skal opplysninger gis på svensk med mindre børsen har godkjent at opplysningene kan gis på dansk, norsk eller engelsk. Stockholms Fondbörs har tidligere opplyst at de hittil ikke har mottatt formell søknad om dispensasjon fra hovedregelen for svenske selskaper. Dette har trolig sammenheng med det relativt høye antall svenske private aksjonærer selskapene ved denne børsen har. Vi har fått opplyst at et svensk internettelskap vurderte å søke, men at de på bakgrunn av signaler fra markedet unnlot å gjøre dette. Den svenske børsen har opplyst at de trolig ville ha innvilget dispensasjon dersom det hadde blitt søkt.*

*Etter en telefonisk forespørsel til København Fondsbørs har vi fått opplyst at danske selskaper er forpliktet til å gi opplysninger på dansk. Vi har videre fått opplyst at de ikke har fått forespørsel om dispensasjon fra dette kravet.*

*Enkelte norske investorer kan ha investert i et selskap blant annet på grunn av at selskapet gir opplysninger på norsk. En endring i dette forholdet kan således representere et brudd på de forutsetninger som investorene la til grunn ved sin investeringsbeslutning. Investorer vil dog ofte oppleve endringer i sine rammebetingelser etter at de har foretatt en investering. Det være seg endring i skatteregler eller annet. Dette på samme måte som utstedere må innfinne seg med endringer i blant annet børsforskriften etter at disse har valgt å bli notert. Administrasjonen har vanskelig for å se at dette skal være et tungtveiende argument for ikke å gi dispensasjon. I STP sitt tilfelle vil den norske investoren som har kjøpt aksjer i selskapet måtte forholde seg til et introduksjonsprospekt på engelsk. Investoren vil dermed vanskelig kunne hevde at børsmeldinger på engelsk vil representere et brudd på forutsetninger som lå til grunn for investorens beslutning om å kjøpe aksjer.*

*Oslo Børs har ved en tidligere anledning vært i telefonisk kontakt med 5 av 21 medlemmer i børsens investor referansegruppe. Tilbakemeldingene har vært delte. Representanter for profesjonelle investorer gir uttrykk for at en situasjon hvor opplysninger generelt gis på engelsk ikke er problematisk for den gruppe de representerer. Samtidig uttrykker de dog en viss bekymring på vegne av private aksjonærer. Som forventet gir Aksjespareforeningen også uttrykk for at dette trolig vil være negativt for den type investorer de representerer.*

*Det er ikke grunnlag for å tro at et unntak fra hovedregelen vil bidra positivt til økt sparing i enkeltaksjer. På den annen side kan det hevdes at det må være selskapenes oppgave og egeninteresse å legge til rette for dette. Språkvalg i kommunikasjon med markedet kan være et virkemiddel i så måte. Dersom et selskap ikke ser tilstrekkelig nytte av å informere på norsk, har administrasjonen vanskelig for å se at det skal være børsens oppgave å pålegge selskapet å gjøre dette.*

*Det er tidligere også gitt uttrykk for skepsis dersom en dispensasjon fører til at årsregnskap og generalforsamlingsinnkallinger og lignende også kan være på engelsk. Allmennaksjeloven har ingen uttrykkelige krav om at innkallingen skal være på norsk, men det er mulig det likevel må innfortolkes som en forutsetning. Regnskapsloven krever at årsregnskapet skal være på norsk med mindre departementet ved forskrift eller enkeltvedtak bestemmer noe annet. Årsberetningen skal også være på norsk. Finansdepartementet har i forskrift av 23. juni 1999 fastsatt at "konsernregnskapet kan foruten å være på norsk, være på svensk, dansk eller engelsk". Finansdepartementet har således vurdert behovet for at konsernregnskapet må være på norsk, og kommet til at dette ikke er nødvendig. Det må vektlegges at for et konsern vil informasjonsverdien av konsernregnskapet normalt være langt høyere enn informasjonsverdien av morselskapets regnskap.*

*Språkkravet i børsforskriften § 23-5 gjelder opplysninger som skal offentliggjøres etter børsforskriften § 23-2. Verken årsregnskap, innkalling til eller protokoll fra generalforsamlingen skal offentliggjøres i samsvar med børsforskriften § 23-2. En dispensasjon fra bestemmelsen i børsforskriften § 23-5 annet ledd første punktum skal således ikke ha betydning for valg av språk i disse. En dispensasjon vil ha betydning for børsmeldinger som skal gis etter børsforskriften kap. 5 samt §§ 6-3 og 6-4.*

*Oslo Børs har mottatt eierstatistikk for STP. Det fremgår at selskapet pr. 3. april har 2991 aksjonærer, hvorav 2423 er norske og 568 er utenlandske. De norske aksjonærene har i hovedsak tegnet seg på bakgrunn av et introduksjonsprospekt på engelsk og svært lite informasjon i form av børsmeldinger har blitt offentliggjort etter introduksjon.*

#### 4. Konklusjon

Som nevnt over er enkelte markedsaktører ikke udelte positive til at norske selskaper skal kunne gis anledning til kun å gi opplysninger på engelsk. Samtidig anses dette for naturlig for enkeltelskaper som for alle praktiske formål fremstår som internasjonale.

Administrasjonen er av den oppfatning at problemstillingen i stor grad må kunne vurderes av selskapene selv utfra en kost/nyttebetraktning med hensyn blant annet til selskapets aksjonærstruktur, hvorvidt selskapet selv ser seg tjent med i større grad å henvende seg til det norske retailmarkedet osv. Dersom selskapet selv finner at dette ikke er i selskapets interesse er det ikke nødvendigvis riktig at børsen som sådan skal påtvinge selskapet å informere på norsk, med mindre hensynet til de eksisterende aksjonærer tilsier det. For selskaper som før børsnotering og initiell spredning av aksjene har gjort det klart at de ønsker å kommunisere på engelsk, vil dette være mindre betenkelig enn for selskaper med et stort antall norske aksjonærer med forventning om å kunne følge selskapets informasjon på norsk. Aksjonærene selv må også spille en rolle i så måte. Krav fra aksjonærsiden om at selskapet informerer på norsk, må i utgangspunktet forventes å bli tatt hensyn til dersom dette er en tilstrekkelig stor del av selskapets omgivelser. Dette er imidlertid ikke nødvendigvis børsens oppgave å påse.

Børsmeldingene er tradisjonelt en informasjonskanal for meglere, analytikere og presse som formidler av opplysningene til investorene samt institusjonelle investorer. Med aksjehandel over internett og en bredere spredning av børsmeldinger over børsens hjemmeside, andre nettstedet samt tekst-TV, er børsmeldinger ofte grunnlag for investeringsbeslutninger direkte for private investorer. Vi har i dag intet grunnlag for å kunne vurdere betydningen av språkskifte for disse.

I tillegg trekkes fram det faktum at børsen i økende grad tar opp utenlandske meglerhus som børsmedlemmer. For å kunne yte disse en tilfredsstillende service, er det nylig gått ut et børssirkulære som oppfordrer norske utstedere til i størst mulig grad å offentliggjøre børsmeldinger på engelsk i tillegg til på norsk. Det fremgår av sirkulæret at når dette blir gjort vil meldingene i handelssystemet kun inneholde den engelske versjonen. Meldinger fra børsen som offentliggjøres i handelssystemet vil også i størst mulig grad være på engelsk. Det kan dermed synes lite formålstjenlig å håndheve dispensasjonsadgangen til å kunne gi opplysninger etter børsforskriften på en streng måte.

Vedtak:

”Børsstyret vedtok med bakgrunn i børsforskriften § 23-5 annet ledd tredje punktum å innvilge Stepstone ASA dispensasjon til å gi opplysninger etter børsforskriften kap. 5 og §§ 6-3 og 6-4 kun på engelsk.”

### 5.3 Selektiv informasjonsgivning

#### **Forslag til endring av børsforskriften §§ 5-1 og 10-1 - tiltak mot ulovlig innsidehandel mv.**

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

Oslo Børs legger her frem et forslag til endring av børsforskriften §§ 5-1 og 10-1 om behandling av kurssensitiv informasjon før offentliggjøring. Forslaget er foranlediget av – og må ses i sammenheng med Kredittilsynets høringsnotat av 21. januar 2000 til begrenset revisjon av verdipapirhandelloven – tiltak mot ulovlig innsidehandel mv.; et arbeid hvor Oslo Børs også har deltatt.

Børsens forslag er å harmonisere børsforskriftens bestemmelser om behandling av informasjon som ikke er offentliggjort med den endring Kredittilsynet foreslår av verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd. Formålet med forslaget er å forebygge ulovlig innsidehandel ved at børsen i større grad blir forhåndsvarslet om potensielle lekkasjesituasjoner, og skape notoritet knyttet til ansvaret ved å gi og å motta opplysninger som har betydning for handelen med de finansielle instrumentene.

Det vises til Kredittilsynets høringsnotat for så vidt gjelder bakgrunn og behov for tiltak mot ulovlig innsidehandel, og forslaget til endringer i verdipapirhandelloven.

## 2. Gjeldende børsforskrift §§ 5-1 og 10-1

Børsforskriften § 5-1 lyder:

"Selskapet skal sørge for at ingen uvedkommende får tilgang til opplysninger som omfattes av kap. 5 og 6 før slike opplysninger er offentliggjort i henhold til § 23-2.

Dersom selskapet har behov for å gi noen som ikke er ansatt, tillitsvalgt eller har oppdrag for selskapet opplysninger som nevnt i kap 5 og 6, skal opplysningene meldes til børsen, sammen med opplysninger om mottageren av opplysningene etter reglene i § 23-2 fjerde ledd. Selskapet skal innhente erklæring fra mottager av opplysningene om at denne forplikter seg til å holde disse hemmelig og til ikke å foreta tegning, salg, kjøp eller bytte av aksjer i selskapet eller rettigheter til slike før opplysningene er offentliggjort etter § 23-2 eller for øvrig har tapt sin aktualitet. Det samme gjelder aksjer eller rettigheter til aksjer utstedt av selskap i samme konsern. Selskapet skal sende kopi av erklæringen til børsen.

Dersom selskapet har grunn til å tro at opplysninger som nevnt i første ledd er kjent for eller er i ferd med å bli kjent for uvedkommende, skal selskapet uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre opplysningene i henhold til § 23-2."

§ 5-1 gjelder selskap med børsnoterte aksjer. § 10-1 har samme innhold, men gjelder låntagere med børsnoterte obligasjoner. Både omtale av gjeldende bestemmelse og forslag til endringer gjelder begge bestemmelser.

Bestemmelsenes første ledd regulerer den negative side av informasjonsplikten. For at informasjonsplikten skal kunne fylle sitt formål er det nødvendig at den informasjon som gis ikke uthules ved at det gis selektiv informasjon på et tidligere tidspunkt. Første ledd skiller seg fra taushetsplikten i verdipapirhandelloven § 2-2 første ledd, særlig ved at den retter seg mot utsteder og ikke enkeltpersoner, og ved at den er knyttet til opplysninger som omfattes av børsforskriftens informasjonsplikt, og ikke verdipapirhandellovens handleforbud.

Bestemmelsen må etter ordlyden trolig forstås slik at den bare gjelder opplysninger som er informasjonspliktige etter børsforskriften kap 5 eller 6. Slike opplysninger skal i utgangspunktet være offentliggjort etter disse bestemmelsene, jf børsforskriften § 23-2 første ledd. I praksis vil bestemmelsen likevel være aktuell dersom:

- informasjonsplikten er ikke overholdt,
- opplysningene er gitt underhånden etter børsforskriften § 23-2 fjerde ledd fordi de inneholder forretningshemmeligheter eller særlige hensyn tilsier det, eller
- man er i en periode fra opplysningene oppstår til selskapet faktisk har oversendt dem til børsen, og børsen har videreformidlet dem. I dette ligger både selskapets faktiske utforming av melding og avsendelse, samt børsens formidling som kilder til forsinkelse.

Bestemmelsene omfatter etter sin ordlyd ikke opplysninger som ikke er informasjonspliktige, men likevel er av betydning for vurdering av aksjen. Dette kan eksempelvis tenkes i følgende situasjoner:

- Informasjonen anses etter sin karakter ikke som "opplysninger" iht børsloven § 4-7 og børsforskriften § 5-2. For markedet eller noen markedsaktører vil selskapets vurderinger, kalkyler, prognoser og budsjetter likevel være interessant informasjon. I teori<sup>4</sup> og praksis er det antatt at selskapets vurderinger, selv om de er formalisert i form av budsjett og prognoser mv, som hovedregel ikke anses å være informasjonspliktig.
- Informasjonen er ikke tilstrekkelig "moden" til å si at informasjonsplikt foreligger. Regnskapsrapporter forutsetter for eksempel styrebehandling før det offentliggjøres, jf børsforskriften §§ 6-3 og 6-4. Også for andre opplysninger vil mer formaliserte beslutninger være påkrevet for å si at opplysningen er informasjonspliktig etter børsforskriften § 5-2 første ledd. Ofte vil også opplysninger på et tidlig stadie i en prosess mot f.eks fusjon, oppkjøp, salg etc. være kurssensitivt uten at det kan

<sup>4</sup> se blant annet Marius Ryel, tidsskrift for forretningsjuss 2/96 side 31, og Cecilie Østensen, samme tidsskrift 98/4 side 70 følgende med ytterligere referanser.

sies å ha en tilstrekkelig stor sannsynlighet for gjennomføring for å si at opplysningene er informasjonspliktige.

- Hver enkelt opplysning er ikke informasjonspliktig i seg selv fordi den ikke har stor nok betydning for kursen. Satt sammen med andre slike opplysninger (typisk due diligence) eller en meget god forhåndskunnskap, vil dette kunne gi opplysninger eller bekrefte/avkrefte antagelser, som kan gi investorer bedre grunnlag for å vurdere aksjen.

Bestemmelsen sier ikke hvem som er "uedkommende" i forhold til informasjonen. Annet ledd forutsetter at ansatt, tillitsvalgt eller noen som har oppdrag for selskapet etter omstendighetene kan anses som vedkommende. Det samme gjelder forutsetningsvis i verdipapirhandelloven § 2-2 første ledd som angir taushetsplikt og rådgivningsforbud også for "den som på grunn av sin eierandel i utstederforetaket [...] får kjennskap til opplysninger som nevnt i § 2-1 første ledd". Bestemmelsenes annet ledd forutsetter også at andre enn disse kan få tilgang til opplysninger "dersom selskapet har behov". Dette vil typisk kunne være aktuelt som forberedelse av transaksjoner som kjøp eller salg av virksomhet, fusjon, overtakelsestilbud på selskapets aksjer eller etc. Ofte vil det være behov for at en kontraktspart eller en mulig kjøper/tegner av selskapets aksjer foretar en alminnelig gjennomgang av selskapet eller deler av det, såkalt due diligence, for å redusere risiko knyttet til en mulig transaksjon. Bestemmelsene regulerer ikke i seg selv adgangen til å gi opplysninger til andre, men forutsetter at det eksisterer en slik adgang og angir forholdsregler i slike tilfeller. Om det i det konkrete tilfellet er adgang til å gi selektive selskapsopplysninger til noen som ikke gis til alle aksjonærer, må avgjøres etter alminnelige likebehandlingsprinsipper i allmennaksjeloven §§ 6-28 og 5-21 og børsforskriften § 23-8.

### 3. Endringsforslag

Formålet med bestemmelsenes annet ledd er at børsen får et forhåndsvarsel om situasjoner hvor det er større risiko for lekkasjer enn normalt, slik at børsen kan intensivere overvåkingen og gjøre eventuelt bruk av virkemidler som børspause, særlig observasjon eller suspensjon for å forebygge at aktører handler med ulik tilgang på selskapsinformasjon. Et annet formål er å skape notoritet over ansvaret knyttet til å gi og motta opplysninger både for selskapet og de som mottar opplysninger.

Verdipapirhandelloven § 2-2 tredje ledd inneholder også forholdsregler ved spredning av kurssensitive opplysninger: nemlig at foretaket skal føre lister over personer som mottar opplysninger som nevnt i § 2-1 første ledd når disse personene ikke er ansatt eller tillitsmenn i foretaket. Denne bestemmelsen bidrar også til å skape notoritet ved slik spredning av informasjon, og kan sikre beviser ved eventuelle senere undersøkelser eller etterforskning. Bestemmelsen gir imidlertid ikke børsen det forhåndsvarsel som følger av børsforskriften §§ 5-1 og 10-1 annet ledd. Børsen vil da ikke kunne sette i verk tiltak som intensivert overvåking, suspensjon eller varsling overfor markedet om at verdipapiret er til særlig observasjon.

Oslo Børs foreslår på denne bakgrunn at børsforskriften §§ 5-1 og 10-1 gis anvendelse både i forhold til opplysninger som omfattes av børsforskriften kapittel 5 og 6 som i dag, og til opplysninger som omfattes av verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd. Som det fremgår av Kredittilsynets høringsnotat er denne foreslått til å gjelde "opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederne av disse eller andre forhold som må antas å ville innvirke merkbart på kursdannelsen eller handelen med disse og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet".

Av hensyn til harmonisering av de to regelsettene vil Oslo Børs anbefale at børsforskriften endres som foreslått selv om Kredittilsynets endringsforslag for verdipapirhandelloven § 2-1 ikke skulle bli vedtatt eller blir vedtatt med en annen ordlyd enn foreslått.

## 5.4 Uttalelser om informasjonsplikt

### **Informasjonsplikt etter børsforskriften § 5-2 annet ledd nr 1 – avtale om å utstede aksjer (telefaks av 18.12.00)**

De har reist spørsmål om på hvilket tidspunkt informasjonsplikt inntreffer etter børsforskriften § 5-2 annet ledd nr 1 i et tilfelle som noe forenklet kan beskrives som følger:

Et børsnotert selskap ved dets styre eller administrasjon inngår avtale om erverv av et annet selskaps aksjer eller virksomhet med oppgjør, helt eller delvis, i aksjer i det børsnoterte selskap. Transaksjonen

ikke er så vesentlig at den omfattes av børsforskriften §§ 5-2 første ledd eller 5-3. På avtaletidspunktet foreligger det ikke noe konkret forslag fra styret eller generalforsamlingen om forhøyelse av aksjekapitalen. Selskapet vil likevel for alle praktiske formål være forpliktet overfor avtalemotparten til å gjennomføre nødvendige emisjoner.

Etter børsforskriften § 5-2 annet ledd nr 1 skal et børsnotert selskap alltid umiddelbart gi børsen melding om "forslag og beslutning i styret, generalforsamling eller annet selskapsorgan, om ... forhøyelse ... av aksjekapitalen". Problemstillingen er om selve avtaleinngåelsen innebærer "forslag" eller "beslutning" i bestemmelsens forstand. Mer konkret er dette et spørsmål om begrepene skal forstås rent formelt, slik at det avgjørende er om det foreligger en forslag eller beslutning i aksjerettslig forstand, eller om de skal forstås mer reelt. Etter sistnevnte forståelse må det foretas en konkret vurdering i det enkelte tilfelle, hvor det avgjørende vil være om det aktuelle selskapsorgan har stilt seg i en slik posisjon at det faktisk vil bli fremmet et forslag eller truffet en beslutning, selv om dette formelt ennå ikke er gjort.

Ordlyden er nok ikke helt klar, men den sammenfallende begrepsbruken med allmenn-aksjeloven trekker i retning av at det avgjørende skal være om det foreligger forslag eller beslutning aksjerettslig forstand. Inntil en revisjon av børsforskriften i 1999, var den tilsvarende formulering "forslag og beslutning vedtatt", hvilket gjorde dette enda klarere. Vi har ikke funnet holdepunkter for at departementet mente å foreta noen realitetsendring; endringen synes mer å være del av en "språklig opprydning". En formell tolkning sammenfaller også med hensikten med innføringen av § 5-2 annet ledd; behovet for å skape noenlunde klare meldepliktsregler for en del konkrete begivenheter som generelt antas å ha interesse for verdipapirmarkedet, og dermed unngå den usikkerhet som knytter seg til hovedregelen i første ledd. Også retstekniske hensyn mer generelt taler imot en mer skjønnsmessig tolkning.

På denne bakgrunn er Oslo Børs av den oppfatning at informasjonsplikt etter børsforskriften § 5-2 annet ledd nr 1, først vil inntre når styret formelt fremmer forslag om kapitalforhøyelse overfor generalforsamlingen, eventuelt benytter en tidligere tildelt fullmakt.

Det minnes for ordens skyld om at forholdet til børsforskriften § 5-2 første ledd og § 5-3 må vurderes nøye i det enkelte tilfelle. Og ofte vil det vel være slik at oppkjøp av virksomhet eller aksjer vil være kursrelevant informasjon, og således bør meldes uansett.

## 5.5 Løpende daglig mulkt

### **InfoStream ASA - Løpende daglig mulkt ved manglende oppfyllelse av informasjonsplikten**

#### **1. Innledning**

Saken gjelder InfoStream ASAs ("INF") manglende oppfyllelse av informasjonsplikten etter børsforskriften §§ 6-2 og 6-3. Etter børsforskriften § 6-2 skal selskapets styre innen to måneder etter periodens utløp vedta delårsrapporten for siste periode. Etter børsforskriften § 6-3 skal delårsrapporter sendes børsen straks de er vedtatt.

Seneste frist for styrets vedtakelse og offentliggjøring av delårsrapport for 1. kvartal 2000 var 31. mai. Selskapet har per dato ikke offentliggjort nevnte delårsrapport.

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

INF er et norsk internettselskap som yter tjenester for og drift av komplekse internettsider. Selskapet har ca. 270 ansatte i Oslo, Stockholm, Stavanger og Reykjavik. Det franske selskapet Integra S.A fremsatte den 24. mars 2000 et frivillig tilbud på INF. Etter at det frivillige tilbudet utløp den 24. mars 2000, hadde ca 97% av aksjene i selskapet blitt ervervet av Integra S.A. Det pliktige tilbudet ble fremsatt den 22. mai 2000, og siste dag i tilbudsperioden var mandag 19. juni 2000. Etter gjennomført pliktig tilbud er det den 20. juni opplyst fra tilrettelegger av det pliktige tilbudet (Orkla Enskilda Securities ASA) at det anslagsvis er ca. 1.069.417 aksjer, fordelt på ca. 129 aksjonærer, som ikke er akseptert for under det frivillige og pliktige tilbudet.

#### **3. Sakens bakgrunn**

C:\JASS\TEMP\58027.DOC



InfoStream ASA søkte den 30. mai 2000 om dispensasjon fra børsforskriften § 6-2 (tidspunkt for behandling av årsregnskap og delårsrapporter) og § 6-3 (offentliggjøring av delårsrapporter). Selskapet oppga som grunn for sin dispensasjonssøknad at selskapets CFO (finansdirektør/økonomisjef) hadde vært sykemeldt siden den 10. mai 2000, og at han fortsatt var sykemeldt. Videre opplyste selskapet i dispensasjonssøknaden at det hadde en så vidt liten administrasjon at det i perioden etter 10. mai ikke hadde vært andre som kunne ivareta økonomisjefens oppgaver på området. Selskapet anså det derfor ikke som mulig å vedta og oversende regnskap for 1. kvartal 2000 innen den frist som følger av børsforskriften.

Selskapet viste i dispensasjonssøknaden også til at det var i en spesiell situasjon som følge av oppkjøpstilbud fra Integra S.A, jf omtale ovenfor. INF viste til at denne oppkjøpssituasjonen hadde vært arbeidskrevende for selskapet, og anførte at offentliggjøring av regnskapstall for første kvartal var mindre relevant for kursfastsettelsen av selskapets aksjer som følge av oppkjøpstilbudet, samt at selskapet vil bli søkt strøket fra notering etter gjennomført oppkjøpstilbud. Integra S.A. har både i det frivillige og det pliktige tilbudet varslet at det har til hensikt å tvangsinnløse resterende aksjonærer etter allmennaksjeloven § 4-25 dersom det oppnådde tilstrekkelig aksept.

Selskapets dispensasjonssøknad ble ikke innvilget av børsen. Vedtaket ble ikke påklaget av selskapet. INF har likevel per dags dato ennå ikke offentliggjort regnskapstall for 1. kvartal 2000, noe som medfører brudd på børsforskriftens bestemmelser om vedtak og offentliggjøring av delårsrapporter.

#### **4. Saksbehandling**

Selskapet, ved administrerende direktør David Chartier, ble den 19. juni 2000 telefonisk varslet om at børsen ville vurdere å innstille overfor børsstyret på at selskapet ble pålagt løpende daglig mulkt etter børsforskriften § 25-4, med mindre selskapet innen 20. juni 2000 kl. 10.00 offentliggjorde delårsrapporten for første kvartal 2000.

Da selskapet ikke hadde offentliggjort delårsrapporten innen angitte tidsfrist, ble selskapet den 20. juni varslet skriftlig om at børsen fortsatt vurderte å innstille overfor børsstyret på at selskapet ble pålagt løpende daglig mulkt inntil delårsrapporten ble offentliggjort. Selskapet bli gitt frist til den 21. juni kl 12.00 til å komme med eventuelle innsigelser.

#### **5. Selskapets merknader**

Selskapet har ikke meddelt Oslo Børs noen innsigelser vedrørende skriftlig varsel om løpende daglig mulkt innen den angitte tidsfristen.

#### **6. Rettslig utgangspunkt**

Plikten til å vedta delårsrapporter følger av børsforskriften § 6-2 hvor det blant annet heter:

*”Delårsrapporter, herunder foreløpig årsregnskap, skal vedtas av selskapets styre innen to måneder etter periodens utløp.”*

Videre er det i børsforskriften § 6-3 gitt bestemmelser om offentliggjøring av delårsrapportene:

*”Delårsrapporter, herunder foreløpig årsregnskap, skal sendes børsen straks de er vedtatt av styret. Børsen skal offentliggjøre delårsrapporter etter reglene i § 23-2.”*

Etter børsforskriften § 23-2 andre ledd jf første ledd skal opplysninger som nevnt i § 6-3 offentliggjøres i børsens informasjonssystem.

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

## **7. Vurdering**

*Delårsrapportering representerer en av de viktigste informasjonskildene ved vurdering av noterte selskapers aksjer. Hyppig og rettidig offentliggjøring av finansiell informasjon er nødvendig for et effektivt og velfungerende verdipapirmarked. En slik form for rapportering vil løpende gi en mer effektiv prising av verdipapirene basert på hyppig oppdatering om den løpende drift hos utsteder.*

*I INFs tilfelle ble det den 22. mai fremsatt et pliktig tilbud på selskapet. Dette medførte at kursen på selskapet aksjer i perioden etter 22. mai i stor grad var bestemt av kursen i det pliktige tilbudet. Det forhold at det ble fremsatt et pliktig tilbud på selskapet innebærer likevel ikke at selskapets informasjonsplikt bortfaller. Selskapets aksjonærer vil også i en tilbudsperiode være avhengig av løpende informasjon fra selskapet. Dette for å kunne foreta en velfundert vurdering av hvorvidt det fremsatte tilbudet skal aksepteres eller ikke. Videre har Integra S.A både i det frivillige og det pliktige tilbudet angitt at det har til hensikt å kreve tvangsinnløsning etter allmennaksjeloven § 4-25 dersom det oppnås tilstrekkelig aksept av tilbudet. Informasjon om selskapets finansielle stilling vil kunne være av betydning for gjenværende aksjonærer ved vurdering av innløsningssum. Tilrettelegger av det pliktige tilbudet opplyste den 20. juni det etter gjennomføring av tilbudet anslagsvis er ca. 1.069.417 utestående aksjer igjen i selskapet, fordelt på ca. 129 aksjonærer. Det er således et ikke ubetydelig antall aktører som kan ha interesse av at selskapet offentliggjør delårsrapporten for 1. kvartal 2000.*

*Oslo Børs er av den oppfatning at finansiell informasjon for 1.kvartal 2000 er av vesentlig betydning for ett ikke ubetydelig antall aktører i markedet, og at dette forhold således bør medføre at børsen benytter tilgjengelige virkemidler for å pålegge selskapet å offentliggjøre den aktuelle informasjonen.*

*Børsen har forståelse for at sykdomsfravær hos en nøkkelperson vanskeliggjør overholdelse av frister. Av børsnoterte foretak må det likevel forventes rutiner og systemer som kan håndtere viktige rapporteringsoppgaver også ved denne type situasjoner.*

## **8. Sanksjonsspørsmålet**

*Som det fremgår av opplysningene ovenfor, har selskapet ikke oppfylt sin informasjonsplikt etter børsforskriften §§ 6-2 og 6-3. Oslo Børs anser at den manglende finansielle informasjonen er av vesentlig betydning for gjenværende aksjonærer i selskapet, og da spesielt i forbindelse med vurdering av innløsningssum ved den varslede tvangsinnløsningen etter allmennaksjeloven § 4-25. Det vurderes derfor som et riktig virkemiddel i det foreliggende tilfelle å pålegge selskapet løpende daglig mulkt, jf børsforskriften § 25-4. Løpende daglig mulkt er ment som et virkemiddel i situasjoner hvor det er nødvendig å legge press på selskapet for å få dette til å offentliggjøre manglende informasjonspliktig informasjon.*

*Oslo Børs legger til grunn at det i denne saken gjelder brudd på sentrale bestemmelser. Etter Oslo Børs vurdering foreligger det heller ikke noen omstendigheter knyttet til forsinkelsen som tilsier at det ikke skal reageres med løpende daglig mulkt. Allerede den 10. mai var INF klar over situasjonen som medførte at det ble vanskelig for selskapet å overholde børsforskriftens tidsfrister. Oslo Børs finner det betenkelig at selskapet over en så vidt lang periode som tre uker ikke har klart å avhjelpe situasjonen, slik at det var mulig for styret å vedta delårsrapporten for 1. kvartal og offentliggjøre denne innenfor de tidsfrister som børsforskriften setter. Videre er tidsfristen per dato overskredet med 21 dager. Etter børsforskriftens bestemmelser kan børsstyret pålegge utsteder og/eller utsteders ansatte og/eller tillitsvalgte en løpende daglig mulkt inntil opplysningsplikten er oppfylt. I dette tilfeller er det vurdert som korrekt å pålegge selskapet løpende daglig mulkt, men dersom selskapet ikke offentliggjør informasjonen innen rimelig kort tid, må det vurderes hvorvidt det også skal reageres med løpende daglig mulkt overfor ledende ansatte og styremedlemmer.*

*Oslo Børs har i praksis tidligere ikke pålagt noe selskap løpende daglig mulkt, men har ved flere anledninger ilagt overtredelsesgebyr for oversittelse av frister for delårsrapport. Etter børsforskriften § 25-4 annet ledd kan den daglige mulkt for utsteder maksimalt utgjøre kroner 500.000 per dag. Unnlatt styrebehandling og offentliggjøring av delårsrapport gjelder brudd på en sentral bestemmelse. Delårsrapporter inneholder i noen tilfeller kurssensitiv informasjon. For INF kan det hevdes at så ikke er tilfelle, da Integra S.A. den 22. mai fremsatte pliktig tilbud på selskapet. Dette er dog ikke vurderingstema i forbindelse med unnlatt vedtakelse av informasjonspliktig informasjon etter børsforskriftens bestemmelser. Verdipapirmarkedet har krav på å få tilgang til finansiell informasjon*

innen fastsatte tidspunkt. Selskapet har heller ikke på noe tidspunkt etter avslag på dispensasjonssøknaden tatt kontakt med Oslo Børs for å diskutere situasjonen eller finne løsninger som etter omstendighetene ville gi aksjonærene i hvert fall noen regnskapsinformasjon om første kvartal.

Oslo Børs finner etter en samlet vurdering å foreslå at selskapet pålegges en løpende daglig mulkt tilsvarende en tiendedel av maksimalt beløp, dvs NOK 50.000 per dag inntil informasjonsplikten er oppfylt. Det foreslås videre at selskapet ilegges løpende mulkt av nevnte størrelse per dag fra og med 27. juni 2000. Blir delårsrapport for første kvartal 2000 vedtatt og offentliggjort innen kl. 10.00 den 27. juni 2000, pålegges ikke løpende daglig mulkt. Mulkten vil påløpe for hver børsdag hvor delårsrapport for 1. kvartal 2000 ikke er offentliggjort før børsåpning kl 10.00.

## **9. Konklusjon**

InfoStream ASA pålegges med hjemmel i børsforskriften § 25-4, jf børsloven § 6-2 å betale en løpende daglig mulkt med NOK 50.000 for hver dag fra og med tirsdag 27. juni 2000 hvor delårsrapport for første kvartal 2000 ikke er vedtatt og offentliggjort innen børsens åpningstid kl 10.00. Blir delårsrapport for første kvartal 2000 vedtatt og offentliggjort innen kl. 10.00 den 27. juni 2000, pålegges ikke løpende daglig mulkt.

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

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

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

### **6.1 Tilbudsplikt**

#### **Spørsmål om tidspunkt for tilbudsplikt ved fisjon (brev av 08.05.00)**

Forespørselen reiser i korthet spørsmål om tilbudsplikt for aksjer ervervet ved fisjon anses utløst på tidspunktet for fusionsavtalen eller fisjonens gjennomføring.

Saken gjelder et planlagt frivillig tilbud om kjøp av samtlige aksjer i et børsnotert selskap fremsatt av selskap A, men som ikke vil utløse tilbudsplikt fordi A allerede siden før børsnoteringen eier mer enn 45 % av aksjene i det børsnoterte selskapet. Tilbudet vil være betinget av at A blir eier av mer enn 90 % av aksjene og vil bli etterfulgt av tvangsinnløsning av eventuelle minoritetsaksjonærer. Forut for fremsattelsen av det frivillige tilbudet vil A fisjoneres slik at aksjene som eies og senere erverves i det børsnoterte ervervet overføres til et nyetablert selskap. Det er planlagt at fisjonen skal gjennomføres gjennom registrering i Foretaksregisteret etter gjennomføring av det frivillige tilbudet, tvangsinnløsning og sannsynligvis også strykning fra børsnotering.

Tilbudsplikt utløses i henhold til verdipapirhandelloven § 4-1 når en aksjonær "gjennom erverv blir eier" av mer enn 40 % enn av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap. Oslo Børs er enig i Deres vurdering av at den betingede avtale blant annet om fisjon med utdeling av de børsnoterte aksjene ikke utgjør et slikt erverv for mottageren. Først når en slik fisjon gjennomføres vil det finne sted et erverv som nevnt i verdipapirhandelloven

§ 4-1 første ledd. Det vises til tilsvarende vurdering for fusjon i NOU 1996:2 s 120.

Vi nevner for ordens skyld at fisjon av aksjonær ikke er omfattet av unntaket i verdipapirhandelloven § 4-2 første ledd nr 3. Vi nevner for ordens skyld også at vi med denne uttalelse ikke har vurdert saksbehandling eller andre forhold av betydning for den forutsatte strykning av det børsnoterte selskapet.

#### **Odfjell ASA - spørsmål om tilbudsplikt - erverv fra nærstående - nedslag (brev av 08.05.00)**

Det vises til Deres telefaks av 3. mai 2000 med redegjørelse for transaksjoner mellom medlemmer av Odfjell familien fra høsten 1998 til i dag.

Av Deres redegjørelse og vår telefonsamtale fremgår at det høsten 1998 ble solgt aksjer tilsvarende 40,69 % av de stemmeberettigede aksjene i Odfjell ASA fra AS Rederiet Odfjell til Odfjell Holding Ltd. AS Rederiet Odfjell var da eiet med 57 % av B.D. Odfjell jr. og 38 % av Norchem Shipping AS som også eies av B.D. Odfjell jr. (10 % av aksjene og ca. 52,6 % av de stemmeberettigede aksjene) og hans 5 barn. I Odfjell Holding Ltd. eier B.D. Odfjell jr.'s sønner Laurence W. Odfjell og B.D. Odfjell d.y. 50 % hver av de stemmeberettigede aksjene. Aksjeposten ble altså overført fra et selskap i det vesentlige eiet av B.D. Odfjell jr. (direkte og indirekte) til et selskap i det vesentlige eiet av hans to sønner som ledd i generasjonsskifte.

Etter verdipapirhandelloven § 4-1 utløses tilbudsplikt for den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 % av stemmene i norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs. Bestemmelsen forstås slik at den også gjelder ved erverv fra familiemedlemmer eller andre nærstående. Et unntak gjelder etter § 4-2 for erverv i form av arv eller gave, som etter det opplyste ikke er tilfelle i den aktuelle situasjonen. Oslo Børs vil derfor anta at det ved nevnte generasjonsskifte høsten 1998 oppstod en plikt for Odfjell Holding Ltd. til å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet etter reglene i verdipapirhandelloven kap 4. Tilbudsplikten foreligger i prinsippet fortsatt.

Tilbudsplikt bortfaller imidlertid dersom det foretas salg som omfatter den del av aksjene som overstiger tilbudspliktgrensen. Det fremgår at Odfjell ASA er i ferd med å utvide sin aksjekapital gjennom en rettet emisjon mot Ceres Hellenic Shipping Enterprises Ltd. som vil medføre at Odfjell Holding Ltd.'s aksjeandel i selskapet, som nå er overført til Odfjell Holding ApS med de samme eiere, vil bli redusert til 35,61 %. Sammen med familieselskapet Norcem Shipping AS vil andelen av stemmeberettigede aksjer da være under 40 %.

For brudd på tilbudsplikten kan børsen treffe tiltak for å fremtvinge et tilbud, eller salg av aksjer slik at tilbudsplikten opphører. Når nå den tilbudspliktige situasjonen likevel opphører gjennom den utvanning som vil finne sted vil slike tiltak eller sanksjoner ikke være aktuelle.

Oslo Børs er kritisk til at de involverte aksjonærer ikke søkte å avklare problemstillingene i tilknytning til at transaksjonene fant sted i 1998. Vi medgir imidlertid at tilbudspliktens anvendelse på så vidt sammensatte indirekte eierskap og overføringer innen konsoliderte grupper er noe uklar, og at det kan være tvil om de ovennevnte konklusjonene. Siden eiersituasjonen vil bli endret gjennom kapitalforhøyelsen har vi ikke funnet grunn til å gå nærmere inn i disse problemstillingene.

### **Spørsmål vedrørende tilbudsplikt – interne og etterfølgende erverv (brev av 13.09.00)**

Så vidt opplyst er spørsmålene reist i tilknytning til to parter A og B, som er konsolidert på bakgrunn av Bs aksjeinnhav i A. A og B planlegger å kjøpe aksjer i C, som vil medføre at de til sammen eier 40% av aksjekapitalen og således må fremsette et pliktig tilbud. Våre svar er gitt samme nummerering som spørsmålene i brevet.

#### **1. Etterfølgende erverv og bortfall av konsolidering**

Dersom konsolideringen mellom A og B opphører og A deretter kjøper seg opp til over 40%, vil A få ny tilbudsplikt. Tilsvarende vil også B få ny tilbudsplikt dersom konsolideringen opphører og B deretter kjøper seg opp til over 40 %. Dette følger av hovedregelen i vphl. § 4-1 første ledd, og fremkommer også av NOU 1996:2 s. 118.

#### **2. Etterfølgende erverv og fortsatt konsolidering**

##### **2.2 Internttransaksjon – ingen i gruppen blir eier av mer enn 40%**

Det neste spørsmålet relaterer seg til tolkningen av vphl. § 4-2 annet ledd, og en situasjon der A eller B kjøper aksjer av den annen part. Ingen av dem blir alene eier av over 40%.

Unntakene i vphl. § 4-2 annet ledd forutsetter at hovedregelen i § 4-1 første ledd kommer til anvendelse. Etter vårt syn vil et slikt tilfelle ikke rammes av hovedregelen. Bestemmelsen forutsetter at erververen (evt sammen med andre han skal identifiseres med) "blir eier" av mer enn 40% (vår understrekning). Det forutsettes altså at 40%-taket passerer. I det foreliggende tilfelle passerer ikke taket, verken av A eller B hver for seg eller samlet.

Under enhver omstendighet er vi av den oppfatning at unntaket i vphl. § 4-2 annet ledd får anvendelse. Tilbudsplikt oppstår ikke med mindre erververen "alene eller sammen med en eller flere nærstående passerer tilbudspliktgrensen". Interne transaksjoner er omhandlet i NOU 1996:2 s. 118, hvor det

fremgår at:

"Dersom ingen i gruppen etter overføringen overstiger grensen på individuell basis, kan det i utgangspunktet sies at endringen internt ikke medfører noe kontrollskifte. Dette kan imidlertid stille seg annerledes der noen går ut av gruppen. Eksempelvis vises det til situasjonen der en av deltakerne i gruppen selger hele sin andel til de to andre og deretter går ut av gruppen. Den konsoliderte gruppen er endret og det kan derfor sies å foreligge et kontrollskifte. Det vil også kunne være betalt en kontrollpremie for aksjene i det børsnoterte selskapet. Etter utvalgets syn er det mye som taler for at et slikt internt erverv bør regnes som et erverv etter tilbudspliktreylene."

Og videre lengre ned:

"En bestemmelse om at det kun er der én av deltakerne trer ut av gruppen, at tilbudsplikt skal kunne utløses, vil virke noe tilfeldig idet tilbudsplikt da kan unngås ved at vedkommende selger beholder én aksje. Utvalget har derfor kommet til at den mest praktiske regel vil være at tilbudsplikt utløses i ethvert tilfelle der det foretas endringer i aksjeinnehavet innen den konsoliderte gruppen som gjør at det oppstår en situasjon der erververen alene eller sammen med en eller flere av gruppens øvrige deltakere passerer grensen på 40 pst. som følge av ervervet."

På denne bakgrunn er det naturlig å tolke vphl. § 4-2 andre ledd slik at det kun er de øvrige deltakerne i den konsoliderte gruppen passusen refererer seg til. I dette tilfelle kan altså bestemmelsen leses som om det stod "øvrige nærstående". Det avgjørende for å vurdere om en intern transaksjon medfører tilbudsplikt, er derfor den ervervende parts aksjeinnehav sammen med de øvrige personer/selskaper i den konsoliderte gruppen med unntak for den parten som selger sine aksjer. Etersom den konsoliderte gruppen som er omtalt i Deres brev kun består av to selskaper, vil et internt erverv kun medføre tilbudsplikt dersom den ervervende part får over 40% av aksjene. Et tilfelle som det beskrevne vil følgelig ikke utløse tilbudsplikt.

### **2.3 Etterfølgende eksternttransaksjon – ingen i gruppen overstiger 40%**

Etter gjennomført pliktig tilbud fra en av partene som medfører at gruppen samlet fremdeles overstiger 40%, oppstår ingen ny tilbudssituasjon etter vphl § 4-1 så lenge ingen av partene alene eller sammen med øvrige i gruppen overstiger 40%. Etter børsens oppfatning bør det gjelde selv om det selskap som foretar ervervet selv ikke fremsatte tilbudet, så lenge konsolideringen fremdeles eksisterer på ervervstidspunktet. I og med at gruppen allerede har fremmet pliktig tilbud, kan tilbudsplikt ikke utledes av § 4-6 første ledd. Hensynet bak reglene taler heller ikke for tilbudsplikt i et slikt tilfelle, i og med at det ikke kan sies å foreligge noe kontrollskifte.

### **2.4 Etterfølgende internttransaksjon – en av partene erverver mer enn 40%**

Dersom en part i en gruppe gjennom et erverv overstiger tilbudspliktgrensen, følger tilbudsplikten av § 4-1, uavhengig av om ervervet er internt eller eksternt. Det er også sagt uttrykkelig i forarbeidene, jfr. NOU 1996:2 s. 118:

"Det understrekes for øvrig at erverv som medfører at én i den konsoliderte gruppen alene kommer over 40 pst., vil utløse tilbudsplikt etter lovens hovedregel."

Loven synes derfor å oppstille ny tilbudsplikt når én i gruppen alene blir eier av over 40%, selv om gruppen samlet fremdeles eier mer enn 40%. Selv om dette ervervet reelt sett ikke medfører noe kontrollskifte, synes hovedregelen i § 4-1 første ledd klar på dette punkt. Løsningen er også forutsatt i § 4-2 annet ledd, som oppstiller tilbudsplikt når slike erverv skjer internt uavhengig av om det finner sted et kontrollskifte.

For helhetens skyld nevnes at Oslo Børs likevel har tolket § 4-2 annet ledd innskrenkende for så vidt gjelder overførslene innen en konsolidert gruppe som hadde mer enn 45% av de stemmeberettigede aksjene i et selskap ved reglens ikrafttredelse 1. desember 1997, jf Høegh-saken. (Avgjørelse av Børsstyret 4. november 1998, inntatt i Vedtak & Sirkulærer 1998 på side 162 ff.) Høegh-saken anses ikke relevant i denne sammenheng.

### **2.5 Etterfølgende eksternttransaksjon – en av partene erverver mer enn 40%**

Problemstillingen er om det utløser tilbudsplikt hvis A senere erverver aksjer fra andre enn medlemmer av gruppen, som medfører at A blir eier av mer enn 40% alene.

Etter hovedregelen i vphl. § 4-1 utløses tilbudsplikt dersom A alene passerer 40%-grensen. Dette gjelder uavhengig av om gruppen fremdeles eier over 40%, eller om det dreier seg om et eksternt eller internt erverv.

Opphør av en konsolidert gruppe er ikke en begivenhet som i seg selv utløser tilbudsplikt. Følgelig ville en motsatt løsning – hvor A kunne passere 40%-grensen uten tilbudsplikt – medføre at A etter en oppløsning av gruppen, alene kunne bli sittende med mer enn 40% uten å ha gjennomført et pliktig tilbud. Videre synes det tilfeldig å skulle forskjells-behandle interne og eksterne erverv i et slikt tilfelle.

Vennligst ta kontakt dersom det er uklarheter eller spørsmål til våre svar.

**Polar Holding ASA - Spørsmål om tilbudsplikt for Christian Rieber m.fl. – egne aksjer**  
(brev av 15.08.00)

Vi viser til Deres brev av 30. juni d.å hvor det på vegne av en gruppe anonyme aksjonærer bes om at Oslo Børs tar stilling til hvorvidt det foreligger tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven (vphl) for G.C. Rieber & Co AS – alternativt Christian Rieber – for de øvrige aksjene i Polar Holding ASA.

Som De ble orientert om i vårt brev av 5. juli d.å. ble kopi av Deres brev med vedlegg sendt Christian Rieber samme dag sammen med en anmodning om kommentarer mht til de faktiske forhold som påberopes som grunnlag for konsolidering, og dermed tilbudsplikt. --- ---

På bakgrunn av de opplysninger som fremkommer i Deres brev av 30. juni d.å. samt brevet fra Wikborg, Rein & Co, kan Oslo Børs ikke se at det tillegges verken G.C. Rieber & Co AS eller Christian Rieber tilbudsplikt etter vphl § 4-1.

For ordens skyld benytter vi anledningen til å gi et par korte kommentarer av mer generell karakter mht tolkningen av verdipapirhandelloven:

- Ved beregning av eierandel etter vphl § 4-1 er det etter børsens oppfatning totalt antall utstedte aksjer som er avgjørende. Det vil si at eventuelle aksjer eid av selskapet skal medtas. Den motsatte løsning ville medføre at tilbudsplikten ville være avhengig av forhold aksjonæren selv ikke har kontroll eller oversikt over. I forhold til flaggingsplikten er dette uttrykkelig uttalt i NOU 1996:2 på side 93. Retts tekniske hensyn tilsier at spørsmålet ikke kan løses ulikt avhengig av graden av kontroll eller oversikt i det enkelte tilfelle.
- Ved konsolidering etter vphl § 1-5 er det børsen som har bevisbyrden for at vilkårene for konsolidering foreligger. Det må dermed foreligge objektive omstendigheter som tilsier at det foreligger et samarbeid som er tilstrekkelig forpliktende til at konsolidering kan foretas, jf NOU 1996:2 side 115.

## 6.2 Tilbudspris

**Avgjørelse av 26. mai 2000 av klage fra Morgan Stanley & Co International Ltd. over Oslo Børs godkjenning av pliktig tilbud til aksjonærene i Hitec ASA fremsatt av National Oilwell Inc. (Børsklagenemnden - sak 2/2000)**

Hele saken er inntatt i Oslo Børs Vedtak og Sirkulærer 2000, nr. 6

-----

### 2. Sakens bakgrunn

#### 2.1. Frivillig tilbud til aksjonærene i Hitec

Den 4. januar 2000 fremsatte NOI, som er et selskap notert på New York Stock Exchange, et frivillig tilbud overfor aksjonærene i Hitec om kjøp av samtlige aksjer i selskapet. Hitecs aksjonærer ble tilbudt 0,2125904 aksjer i NOI og et kontantvederlag på NOK 3,95152 per Hitec-aksje. Det ble stilt som vilkår at de som aksepterte det frivillige tilbudet også måtte godta at 10% av vederlaget i NOI aksjer skulle deponeres på en særskilt konto til sikkerhet for bestemte fremtidige krav som kunne oppstå og som NOI skulle holdes skadesløs for. Aksjene skulle deponeres i ett år fra tidspunktet for når tilbudet ble ubetinget. Tilbudsdokumentet gir videre anvisninger på administrering og endelig oppgjør av de aksjer som er deponert.

C:\JASS\TEMP\58027.DOC

-----

### 5.3 Oppsummering av børsstyrets vurdering

Børsstyret konkluderer med at tilbudsprisen som NOI har tilbudt i det pliktige tilbudet til Hitecs aksjonærer, tilfredsstillende verdipapirhandellovens krav ved at det tilbys NOK 42,34.

Etter børsstyrets oppfatning burde det vært lagt til grunn et bredere grunnlag for å beregne tilbudsprisen enn sluttkursen en bestemt dag. Utgangspunktet for beregningen av tilbudsprisen må ifølge børsstyret være tidspunktet da det siste forbeholdet ble oppfylt. Beregningen av tilbudsprisen burde derfor etter børsstyrets syn vært basert på aksjekursen for NOI og valutakursen USD/NOK over en periode på flere dager før tilbudet ble ubetinget.

En verdsettelse av det nominelle vederlaget som NOI tilbød i det frivillige tilbudet, vil imidlertid uansett bero på mange skjønnsmessige faktorer og det vesentligste er ifølge børsstyret at NOI tilbyr en pris for Hitec aksjene som er innenfor en forsvarlig ramme i forhold til verdipapirhandelloven § 4-10. Den aksjekurs som er lagt til grunn i det pliktige tilbudet beror etter børsstyrets oppfatning på en forsvarlig verdsettelse av NOI aksjene da det frivillige tilbudet ble ubetinget.

Børsstyret legger videre til grunn at det er korrekt å gjøre fradrag for den ulempen som båndleggelsen av 10% av NOI aksjene representerer. Etter børsstyrets oppfatning vil en opsjonsmodell gi en beregning for hva båndleggelsen av aksjene koster. Ved å trekke i fra denne opsjonspremien i det nominelle beløp som hele aksjevederlaget pluss kontantvederlaget fra NOI utgjør, vil man etter børsstyrets oppfatning komme frem til en verdi som er i samsvar med verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd.

På denne bakgrunn finner ikke børsen grunnlag for å omgjøre sin godkjenning av det pliktige tilbudsdokument fremsatt av NOI den 31. mars 2000.

## **6. Børsklagenemndens bemerkninger**

### 6.1 Innledning

Av forarbeidene til verdipapirhandelloven, NOU 1996:2 s. 101 og 192 fremgår det at børsens vedtak i henhold til lovens § 4-14 om godkjenning av tilbud og tilbudsdokumentet er gjenstand for klage. Børsklagenemnden er klageinstans, jf. børsforskriften § 26-1. Klagen fra Morgan Stanley gjelder vederlagsfastsettelsen og retter seg mot to forhold: det tidspunkt som er lagt til grunn for verddivurderingen av vederlaget og dessuten prinsippet for verdsettelsen med det fradrag som er gjort for bundne aksjer. Sakens nærmere omstendigheter fremgår av redegjørelsen foran.

Børsklagenemnden er kommet til samme resultat som børsstyret. Nemnden har et noe avvikende syn på hva som må være det riktige tidspunkt for verddivurderingen, men dette får ingen betydning for resultatet.

Det legges til grunn at det ikke har foregått omsetning av Hitec-aksjer til høyere kurs enn kursen i det frivillige tilbudet i den relevante periode etter verdipapirhandelloven § 4-10. Tilbudsprisen skal dermed etter § 4-10 være minst like høy som det frivillige tilbudet. Spørsmålet er hvordan dette vederlaget skal fastsettes her hvor det frivillige tilbud besto dels av kontantvederlag og dels av aksjer notert på New York-børsen, og hvor det var bestemt at en del av aksjevederlaget skulle håndlegges.

I tilknytning til anførselene i klagen vil Børsklagenemnden oppsummere sitt syn slik:

### 6.2 Verdsettelsestidspunktet

Det er det tidspunkt da tilbyderer ble ubetinget bundet av det frivillige tilbud, som vil være avgjørende for verdifastsettelsen.

Morgan Stanley hevder at fire av de forbehold som ble tatt ved det frivillige tilbudet ikke ble oppfylt før den 28. februar, da oppgjøret fant sted. Børsklagenemnden er ikke enig i dette og slutter seg her til børsstyrets syn. Det vises til den detaljerte gjennomgåelse Børsstyret har foretatt, og som er referert under punkt 5.1 foran. Når det gjelder forbeholdene om aksept fra andre myndigheter enn Næringsdepartementet og eventuelle forbud mot transaksjonen fra offentlige myndigheters side var

begge disse forbehold uten relevans i saken. Godkjennelse av salget av non-drilling-virksomheten fra Hitec til Hitec Vision skjedde samtidig med at Næringsdepartementet godkjente NOIs erverv av Hitec aksjene, og gjennomføringen av dette salget var et rent oppgjørsteknisk forhold.

Manglende meddelelse til markedet om oppfyllelsen/bortfallet av de forskjellige forbehold som var tatt i tilbudet kan kritiseres, med det kan ikke få noen betydning i denne saken som dreier seg om hva som er riktig verdsettelse av aksjene ved det pliktige tilbud etter verdipapirhandelloven § 14-10.

Børsklagenemnden er enig i at det siste av de forbeholdene som var tatt i det frivillig tilbud, ble oppfylt ved Næringsdepartementets godkjennelse av ervervet. Børsstyret har her gitt uttrykk for at det avgjørende tidspunkt må være når vedtaket faktisk ble fattet i Næringsdepartementet, dvs. den 17. februar 2000, og ikke da vedtaket ble mottatt av NOI den 21. februar 2000. Dette bygger Børsstyret på ordlyden i tilbudsdokumentet når det gjelder denne forutsetningen, hvor vilkåret var at aksjeervert

”shall have been approved by the Royal Norwegian Ministry of Industry and Trade”.

Etter Børsklagenemndens mening kan det reises spørsmål ved om denne oppfatning er riktig, all den tid et enkeltvedtak ikke er bindende for departementet før vedtaket er meddelt vedkommende part. Så lenge et vedtak ikke er sendt ut, kan det når som helst endres uten at noen får kjennskap til det opprinnelige vedtak. Det følger da også av forvaltningslovens § 35 b) at et forvaltningsorgan fritt kan omgjøre et vedtak inntil underretning er kommet frem til parten eller er blitt offentlig kunngjort.

På denne bakgrunn er Børsklagenemndens oppfatning at tidspunktet for endelig godkjennelse var 21. februar 2000 da Næringsdepartementets brev kom frem. Dette innebærer at tidspunktet for verdsettelsen i det opprinnelige tilbud, den 18. februar, må være korrekt. I forhold til Børsstyrets avgjørelse får dette imidlertid ingen betydning, fordi Børsstyret har kommet til at det ville vært mest riktig å benytte et bredere snitt for verdsettelsen enn sluttkursen én bestemt dag – både hva gjelder aksje- og valutakurser. Børsstyret viser til at Oslo Børs i praksis har frarådet bruk av én dags sluttkurs som grunnlag for pliktig tilbudspris, f.eks. i telefax av 10. juni 1999 (inntatt i materialsamling på Børsrettsdagene 2000). Børsklagenemnden har forsåvidt ingen bemerkninger til dette syn. Det kan i enkelte tilfeller åpenbart falle uheldig ut å legge én dags sluttkurs til grunn, særlig der hvor aksjekursen er utsatt for sterke svingninger.

Børsstyrets konklusjon er at den nominelle kurs på NOI-aksjene som er lagt til grunn i tilbudet må anses som en forsvarlig verdsettelse på bakgrunn av forholdene, selv om børsstyret er uenig med NOI i at kursen på NOI aksjene den 18. februar var avgjørende. Som det fremgår ovenfor deler Børsklagenemnden NOIs oppfatning om at hvis man skulle bygge på én dags sluttkurs, ville 18. februar være den riktige dato å legge til grunn. Da resultatet under enhver omstendighet blir det samme, finner Børsklagenemnden det unødvendig å ta standpunkt til om sluttkursen den 18. februar eller et bredere snitt f.eks over en uke bør legges til grunn.

### 6.3 Verdsettelsesprinsippene

Børsklagenemnden er enig med Børsstyret i at det ikke kan tillegges noen vekt om de båndlagte aksjer står samlet på en egen ”Escrow-account”, eller om de er overført til aksjonærenes VPS-konti. Det avgjørende er at de båndlagte 10% av aksjene på hver enkelt aksjonærs konto er benevnt som ”Escrow-shares” med et eget ISIN nr., og at de verken kan omsettes eller pantsettes. Dette representerer etter Børsklagenemndens oppfatning et verdiminus for dem som godtok det frivillige tilbud, og som NOI må ha anledning til å ta hensyn til i forbindelse med det pliktige tilbud.

Børsklagenemnden slutter seg til børsstyrets begrunnelse og viser til redegjørelsen under punkt 5.2 foran. Det er verdien av vederlaget for de selgende aksjonærer som er avgjørende. Nemnden har ikke innvendinger mot beregningsmetoden som er en kjent modell som har vært akseptert brukt i praksis, også i sammenheng med båndlagte aksjer, jf. ”Dommer, uttalelser mv. i skattesaker og skattespørsmål” for 1997 s. 702. Fradraget på kr. 1,08 i vederlagsfastsettelsen må aksepteres.

Konklusjonen blir at det ikke kan sees å være noen feil ved verdsettelsen av aksjene i det pliktige tilbud som må lede til en opphevelse av børsens godkjennelse den 4. april 2000.



## **VEDTAK**

*Børsstyrets vedtak av 23. mai 2000 om ikke å endre vedtaket av 4. april 2000 vedrørende godkjenning av tilbudet og tilbudsdokumentet fremsatt av National Oilwell Inc. stadfestes.*

*Avgjørelsen er enstemmig.*

### **FOE - Tilbudspris i forbindelse med frivillig tilbud på Navis ASA (brev av 22.11.00)**

*Det vises til tidligere korrespondanse vedrørende fastsettelse av tilbudspris i forbindelse med Fred Olsen Energys ("FOE") frivillige tilbud om kjøp av samtlige aksjer i Navis ASA.*

*Det frivillige tilbudet er ment fremsatt etter reglene om pliktige tilbud i verdipapirhandellovens kapittel 4, noe som blant annet innebærer at verdipapirhandellovens bestemmelse om tilbudspris kommer til anvendelse. I henhold til verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd skal tilbudsprisen være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyder har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Lovens ordlyd ("betalt eller avtalt") skiller ikke mellom betingede og ubetingede avtaler, eller mellom avtaler der oppgjør er skjedd og der oppgjør ikke har skjedd. Språklig sett omfattes også en avtale som dette hvor en av betingelsene fortsatt utestår. Dette innebærer blant annet at selskapets avtale med Reading & Bates Falcon ("RBF") skal hensyntas ved fastsettelse av tilbudsprisen, selv om gjennomføringen av avtalen ennå ikke har funnet sted. Inntil eventuell annen dokumentasjon foreligger, legger Oslo Børs til grunn at avtalen fortsatt løper under de betingelser som tidligere er offentliggjort i børsmelding fra FOE.*

*Avtalen mellom RBF og FOE inneholder i utgangspunktet to elementer, overdragelse av aksjer og overdragelse av driftsavtale. FOA har tidligere offentliggjort informasjon hvor det fremgår at de to elementene er verdsatt til henholdsvis USD 71 millioner og USD 12 millioner for aksjer og driftsavtale.*

*Ved fastsettelse av tilbudsprisen kan det stilles spørsmål til hvorvidt hvert av elementene skal sees for seg, eller om de skal vurderes samlet ved fastsettelse av det avtalte vederlaget for aksjene. Overdragelse av aksjene og driftsavtalen er sterkt knyttet sammen da overdragelse av aksjene blant annet er betinget av at avtaleoverdragelse finner sted. I brev av 17. november 2000 fra Wiersholm Mellbye & Bech hevdes det at verdien av driftsavtalen skal settes til USD 12 millioner i forbindelse med beregning av tilbudsprisen. Beregningene som er satt opp for å dokumentere verdien av driftsavtalen baserer seg hovedsakelig på forutsetninger som ikke lar seg verifisere basert på den informasjon og dokumentasjon Oslo Børs pt. har mottatt. Det er således fra børsens synspunkt knyttet betydelig usikkerhet til en eventuell verdi av driftsavtalen. I tillegg er overdragelse av disponentavtalen foretatt som en del av en større transaksjon, noe som vanskeliggjør en eventuell prising av hvert av elementene hver for seg.*

*Basert på den foreløpige mottatte informasjon og dokumentasjon, anser Oslo Børs at usikkerheten knyttet til verdsettelsen av driftsavtalen er for stor til at denne kan tillegges selvstendig verdi i forhold til beregning av tilbudsprisen. Dersom driftsavtalen skal kunne tillegges noen verdi, må de forhold det knytter seg usikkerhet til verifiseres tilfredsstillende, for eksempel ved fremleggelse av eksterne avtaler som driftsavtalen, eventuelle inngåtte leieavtaler for skipet, uavhengige anslag over dagsrater for tilsvarende skip og tilhørende risiko/diskonteringsrate samt en oppstilling av de utgifter som vil påløpe for FOE i forbindelse med gjennomføring av avtalen.*

### **NAVIS ASA – Pliktig tilbud fra Fred Olsen Energy ASA (telefaks av 22.12.00 til aksjonær)**

--- --- --- ---

*Det vil fremgå av vårt brev av 19. desember 2000 at Oslo Børs mener at det riktige ved beregning av valutakurs i pliktige tilbud er å foreta en gjennomsnittsberegning av valutakurser fra ulike kilder for en femdagers periode forut for oppgjør. Oslo Børs tidligere har tidligere akseptert at kursen for en aktuell dato benyttes i pliktig tilbud, men børsstyret uttalte imidlertid i Hitec-saken at det antagelig vil være mest korrekt å benytte et bredere snitt enn sluttkursen på en bestemt dag (se side 13 i Børsklagenemndens sak 2/2000). Børsklagenemnden sluttet seg til børsstyrets begrunnelse på dette punktet. Basert på at det ikke foreligger noen offisiell valutakurs mener vi at en gjennomsnittsberegning gir mest betryggende resultatet.*

## 6.3 Vedtektsfestet tilbudsplikt

### Ad Kværner ASA - Forslag til vedtektsendring (brev av 15.09.00)

Det vises til gårsdagens telefonsamtaler vedrørende innkalling til ekstraordinær generalforsamling og forslag til ny § 8 i vedtektene, hvor det tilsiktes å innføre tilbudsplikt allerede ved 30% dersom stemmeretten for overskytende aksjer skal kunne benyttes.

For ordens skyld oppsummeres kort nedenfor de kommentarer til forslaget som det ble gitt uttrykk for fra Oslo Børs' side.

1. Overgangstilfeller: I punkt 2 første avsnitt siste setning sies det at "[b]egrensningen [ikke] vil gjelde for aksjeeiere som på vedtakstidspunktet eier mer enn 30% av aksjene i selskapet, med mindre ytterligere aksjer erverves etter dette tidspunkt". Videre ble det opplyst i gårsdagens telefonkonferanse at meningen er, at dersom en aksjeeier har mer enn 30% av aksjene på vedtakstidspunktet og senere kjøper seg ytterligere opp i selskapet, vil stemmeretten suspenderes for alle aksjer ut over 30%, og ikke bare for de senere ervervede aksjer. Dette fremgår ikke uttrykkelig av forslaget til ny § 8, men kan muligens tolkes inn i teksten.

I denne sammenheng er det viktig å være klar over det tolkningsspørsmål som lå til grunn for Skaugensaken (Børsklagenemda – Sak 2/92): Den tidligere verdipapir-handellov hadde ingen tilsvarende bestemmelse som vphl § 5-6. Etter ordlyden i den tidligere lovs § 5A gjaldt tilbudsplikten den som gjennom erverv "blir eier av" aksjer som representerer mer enn 45% av stemmene. Spørsmålet var om kjøp utover et allerede etablert eierskap på 45% måtte være å anse som likestilt i henhold til reglene for utløsning av tilbudsplikt i § 5A. I forarbeidene var det uttalt at "[f]or å få sammenheng i reglene bør ... senere aksjeerwerb fra de allerede kontrollerende aksjonærer utløse tilbudsplikt" (Ot prp nr 53 (1988-89) side 29). På tilsvarende måte var bestemmelsen tolket av Oslo Børs i (kortvarig) praksis. Likevel kom Børsklagenemda til at "forutsetningene i forarbeidene ikke gir tilstrekkelig grunnlag til å pålegge tilbudsplikt ut over det som følger av bestemmelsens ordlyd" (avgjørelsen på side 12).

På denne bakgrunn, og spørsmålenes aktualitet tatt i betraktning, er Oslo Børs av den oppfatning at poenget bør komme klarere til uttrykk i den foreslåtte teksten.

2. Avgjørelse av om stemmerettsbegrensningen kommer til anvendelse: Av forslagets tredje avsnitt fremgår at "...styret avgjør om stemmerettsbegrensningen kommer til anvendelse...". For Oslo Børs synes den foreslåtte løsning å harmonere dårlig med allmennaksjelovens § 5-13, som sier at slike spørsmål skal løses av den som åpner generalforsamlingen i første omgang, og generalforsamlingen selv i siste omgang.
3. Garanti: Forslaget synes ikke å gi noe klart svar på om det kreves at det stilles garanti i forbindelse med fremsettelse av tilbud, slik tilfellet er ved pliktige tilbud etter verdipapirhandelloven, jf vphl § 4-10 syvende ledd og garantiforskriften (av 15. desember 1997 nr 1307).
4. Kontroll av tilbudsdokument: Som det syntes å være enighet om, legges det til grunn at eventuelt tilbudsdokument utarbeidet som følge av tilbudsplikt utløst av vedtekts-bestemmelsen, ikke er ment å skulle være gjenstand for kontroll av Oslo Børs som pliktig tilbud, med mindre 40%-grensen i vphl § 4-1 første ledd samtidig passerer. Sett i lys av at tilbudsdokumentet under enhver omstendighet skal kontrolleres av børsen, kan det skape unødvendige uklarheter når det i forslagets tredje avsnitt står at "styret avgjør ... om et fremsatt tilbud er i samsvar med bestemmelsene i annet ledd".

Vi tillater oss å be om en tilbakemelding på hvordan selskapet tenker å bidra til en avklaring av punktene 1-4 ovenfor i vedtaksprosessen.

Under henvisning til allmennaksjelovens §§ 5-18 til 5-20, bes det også opplyst om hvilket flertallskrav selskapet mener skal legges til grunn ved avgjørelsen av punkt 2 i innkallingen.

## 6.4 Konsolidering

### **Konsolideringsspørsmål i Borgestad ASA (brev av 25.10.00)**

#### **1. Problemstillingene**

*Spørsmålet som reises er i første rekke om det, basert på de faktiske forhold som beskrives i deres brev, var grunnlag for å foreta konsolidering av Reform-gruppen ved verdipapirhandellovens ikrafttredelse og i dag slik at unntaket fra tilbudsplikt i vphl § 4-6 annet ledd kommer til anvendelse.*

*Ved bekreftende svar på det ovennevnte oppstår det et spørsmål om en eventuell konsolidering fører til unntak fra tilbudsplikten også i et tilfelle som dette hvor en av de konsoliderte parter alene passerer grensen for tilbudsplikt gjennom det etterfølgende erverv.*

*Endelig oppstår spørsmålet om AS Reform ("Reform") kan unngå en eventuell tilbudsplikt gjennom å foreta nedsalg av deler av de nyervervede aksjene til øvrige konsoliderte parter slik at ingen av partene eier mer enn 40% av aksjene i Borgestad ASA.*

#### **2. De faktiske forhold**

*Bakgrunnen for problemstillingene er at Reform den 27. september inngikk en opsjonsavtale med Northern Navigation International Ltd/Naess management ("NNI") hvorefter Reform fikk rett til å kjøpe samtlige av NNI's 781.518 aksjer i det børsnoterte selskapet Borgestad ASA ("Borgestad"). Denne aksjeposten består av 341.698 stemmeberettigede A-aksjer og 439.820 stemmerettsløse B-aksjer. Det er opplyst at aksjene representerer 29,8% av det totale antall aksjer og 24,4% av stemmene i Borgestad. Det vises til den flaggemelding som ble sendt av Reform den 28. september 2000 for en nærmere beskrivelse av betingelsene for transaksjonen. Det er dog presisert fra dere at opplysningene i flaggemeldingen om at Reform vil gi et tilsvarende tilbud til øvrige aksjonærer i Borgestad dersom opsjonen benyttes ikke lenger gir uttrykk for intensjonen til Reform.*

*Reform eier i dag 425.211 A-aksjer og 182.608 B-aksjer i Borgestad. Reform eier med dette aksjer som representerer ca. 30,3% av stemmene i Borgestad. Dersom Reform benytter seg av opsjonen vil Reform etter det opplyste eie aksjer som representerer ca. 54,8% av stemmene i Borgestad og således passere tilbudspliktsgrensen i vphl. § 4-1.*

*Det er anført at Reform inngår i en gruppe av samarbeidene aksjonærer som både ved verdipapirhandellovens ikrafttredelse den 1. desember 1997 og pr. i dag eier mer enn 45% av aksjene i Borgestad. Det er vist til at Reform er eiet av Christen Knudsen med 70% og at Christen Knudsen selv, samt en rekke andre nærstående til Christen Knudsen eier aksjer i Borgestad. Vi viser til redegjørelsen i deres brev datert 16. oktober 2000 side 2-4 om det faktiske grunnlaget som er anført for konsolidering, samt oversikten over aksjeinnehavet til hver enkelt part i gruppen. Det er opplyst at denne gruppen eide 671.136 A-aksjer i Borgestad pr. 1. desember 1997 hvilket representerte ca. 47,9% av A-aksjene, mens gruppen i dag eier 659.749 A-aksjer i Borgestad hvilket representerer ca. 47,1% av A-aksjene. Dersom Reform benytter seg av opsjonen vil gruppen som helhet eie aksjer som representerer ca. 71,5% av stemmene i Borgestad.*

*Basert på det ovennevnte er det bedt om en bekreftelse fra Oslo Børs om at det forelå et grunnlag for å konsolidere de samarbeidene aksjonærene rundt Christen Knudsen den 1. desember 1997 slik at Reform kjøp av aksjer fra NNI etter opsjonsavtalen ikke utløser tilbudsplikt.*

#### **3. De rettslige spørsmål**

##### **3.1 Spørsmålet om konsolidering**

*Basert på de foreliggende opplysningene er det klart at både Reform, AS Kollen, AS Bettina, samt Severin Knudsen og Randi Gro Thuland er nærstående til Christen Knudsen etter henholdsvis vphl § 1-5 nr. 4 for selskapenes del og vphl § 1-5 nr. 1 og 2 for ektefellen og den mindreårige sønnen sin del. Det forutsettes at Christen Knudsens eierandel i de nevnte selskapene var mer enn 50% ved verdipapirhandellovens ikrafttredelse og at partene var nærstående også på det tidspunktet.*

*De øvrige parter som hevdes inngår i aksjonærgruppen er dels Christen Knudsens far (Knut A.*

Knudsen) og onkel (Chris. Knudsen), dels Christen Knudsens samarbeidspartner Sverre Stavseth og dels fire legater som er blitt stiftet av Christen Knudsens familie (Lullie B. Knudsens legat for vedlikehold av Borgestad gård, M. Schjøtt's legat for vedlikehold av Borgestad gård, M. og D. Schjøtt's legat for vanskeligstilte bønder og M. Schjøtt's legat for husstellærerinner). Det er hevdet at disse er nærstående til Christen Knudsen basert på bestemmelsen i vphl § 1-5 nr. 5 om forpliktende samarbeid.

For samtlige av disse partene er det opplyst at Christen Knudsen har inngått muntlige avtaler om koordinering av stemmegivning med det mål å oppnå kontroll over Borgestad. Det heter videre i deres telefax av 19. oktober 2000 at:

"Avtalene er praktisert slik at de samarbeidene parter forut for generalforsamlinger har konsultert Christen Knudsen for å samordne stemmegivning, og slik at de nevnte parter har stemt i overensstemmelse med Knudsens ønsker".

Det er opplyst at Borgestad siden 1916 har fremstått som et familiedominert/kontrollert selskap. I deres telefax av 20. oktober 2000 vises det til at det tidligere er flagget for omverdenen at Reform-gruppen fremstår som en som en aksjonærgruppe med kontroll over Borgestad. Dette er omtalt både i årsrapporten for Borgestad fra 1990 og i et emisjonsprospekt fra Borgestad av 16. mai 1990 hvor det opplyses at familien Knudsen eier 53,1% av selskapets aksjer. Det fremgår imidlertid ikke om alle aksjonærene i den nå påståtte gruppen inngikk i dette tallet.

Bestemmelsen i vphl. § 1-5 nr. 5 fastslår at som nærstående menes "noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument". Spørsmålet er om avtalene som Christen Knudsen hevder å ha inngått med de nevnte parter kan anses for å utgjøre et slikt forpliktende samarbeid.

På den ene side fremstår det samarbeidet som har eksistert mellom Christen Knudsen og de øvrige parter som forholdsvis løst ved at ingen av partene har formalisert samarbeidet. I deres brev av 16. oktober 2000 er forholdet beskrevet slik at det har eksistert en "forståelse" mellom Christen Knudsen og de øvrige partene om stemmegivningen. Det har riktignok ved to anledninger i 1990 blitt signalisert uttad at familien Knudsen er å regne som en aksjonærgruppe, men det er uklart hvilke aksjonærer som man den gang så for seg som del av gruppen og så vidt vi har forstått er ikke samarbeidet blitt signalisert uttad i ettertid. Verdipapirhandellovens forarbeider fastslår at ikke enhver samordnet bruk av aksjonærrettigheter vil gi grunnlag for konsolidering.

På den annen side har det samarbeidet som hevdes eksisterer mellom partene vært av langsiktig karakter. Det skal ha pågått i mange år og det er opplyst at samarbeidet har hatt som formål å oppnå kontroll over selskapet. Det følger av verdipapirhandellovens forarbeider (NOU 1996:2 s. 115) at det ikke er noen forutsetning av det skal foreligge sanksjonsadgang for at man skal kunne anse samarbeidet som forpliktende. Det er lagt til grunn at det som kreves er en stilltiende avtale mellom partene for at disse skal anses å ha et forpliktende samarbeid, jfr. Børsklagenemnden sak 2/92 og NOU 1996:2 s.115. Etter det opplyste har det i lengre tid foreligget en forståelse hos partene om en slik samsvarende opptreden.

Det er vanskelig for Oslo Børs i ettertid å vurdere innholdet i de muntlig inngåtte avtalene. Det foreligger begrenset med objektive kjensgjerninger som underbygger de opplysninger om avtaler som nå har fremkommet. Dertil kommer at flaggemeldingen som ble gitt av Reform den 28. september 2000 så vidt vi kan se ikke omfatter aksjene til de aksjonærer som nå påstås konsolidert med Reform i medhold av vphl. § 1-5 nr. 5. I flaggemeldingen heter det at Christen Knudsen vil kontrollere ca. 61,9% av de stemmeberettigede aksjene i Borgestad hvis opsjonen blir utøvd. Basert på at gruppen (inklusive de som påstås konsolidert etter vphl. § 1-5 nr. 5) i dag eier 47,1% av A-aksjene i Borgestad og at opsjonen gjelder ytterligere 24,4% av A-aksjene, synes de ca. 9,6% av A-aksjene som eies av de aksjonærer som nå påstås konsolidert med Reform i medhold av vphl. § 1-5 nr. 5 å være uteglemt i flaggemeldingen. Som kjent inneholder vphl. § 3-2 en straffesanksjonert plikt til å flagge erverv av aksjer og opsjoner som fører til at en aksjonærgruppes samlede erverv passerer 2/3 av stemmene i børsnotert selskap. Passering av denne grensen er ikke blitt flagget av Reform.

Hva gjelder legatene kommer i tillegg det forhold at disse vanligvis er lik stiftelser som etter sin art er selvstendige og stilt til rådighet for formålet, jfr. NOU 98:7 s. 20.

*Spørsmålet om konsolidering i medhold av vphl. § 1-5 nr. 5 volder etter dette betydelig tvil og det er vanskelig ut fra de gitte opplysningene å legge til grunn at konsolidering skal foretas. Som det fremgår nedenfor vil dette uansett ikke være avgjørende for vår vurdering av tilbudspliktspørsmålet.*

*I dette tilfellet er det ikke Christen Knudsen selv, men en av hans nærstående som foretar ervervet. Det kan derved stilles spørsmålsteget ved om Reform som aksjeerverver i det hele tatt kan konsolideres med Christen Knudsen (og hans øvrige nærstående), eller om konsolideringsbestemmelsen i vphl § 1-5 nr. 4 kun gjelder de tilfeller hvor den kontrollerende eieren selv foretar ervervet.*

*Selv om ordlyden i vphl. § 1-5 nr. 4 isolert sett bare gir anvisning på konsolidering av aksjeerververen og selskap denne kontrollerer (ikke aksjeerverver og noen som kontrollerer aksjeerververen), har Oslo Børs tidligere lagt til grunn at konsolidering etter denne bestemmelsen gjelder begge veier. Dette har sin støtte i ordlyden i vphl. § 4-5, samt uttalelser i NOU 1996: kap. 9.3.8.1 og Ot prp nr. 29 (1996-97) kap. 9.2.7.*

*Endelig kan det stilles spørsmål ved om ordlyden i vphl. § 4-6 annet ledd nr. 1 om at unntak gjøres ved eie av mer enn 45% av "aksjene" er ment å innebære noen forskjell fra vphl. § 4-1 som fastslår at det avgjørende for tilbudsplikt er om erververen innehar mer enn 40% av "stemmene". Dette vil i så fall kunne få betydning i foreliggende tilfellet hvor den aktuelle gruppen representerte mer enn 45% av de stemmeberettigede A-aksjene, men ikke mer enn 45% av samtlige aksjer i Borgestad.*

*Bakgrunnen for bestemmelsen i vphl. § 4-6 annet ledd og uttalelser i lovforarbeidene (NOU 1996: kap. 9.3.5.7 og Ot prp nr. 29 (1996-97) tilsier at forskjellen i språkbruken i de to bestemmelsene ikke var tilsiktet. Til tross for bestemmelsens ordlyd må det avgjørende i forhold til begge bestemmelsene være andelen av de stemmeberettigede aksjene.*

### *3.2 Spørsmålet om unntak fra tilbudsplikt*

*Dersom Reform benytter seg av opsjonen vil Reform etter det opplyste alene eie aksjer som representerer ca. 54,8% av stemmene i Borgestad og således passere grensen for tilbudsplikt i vphl. § 4-1.*

*Spørsmålet er om unntaket nevnt i vphl. § 4-6 annet ledd nr. 1 medfører at det heller ikke oppstår tilbudsplikt etter hovedregelen for den av de konsoliderte parter som alene blir eier av aksjer som representerer mer enn 40% av stemmene i et børsnotert selskap.*

*Ordlyden i vphl § 4-6 annet ledd ("Første ledd gjelder ikke...") gir ikke unntak fra hovedregelen om tilbudsplikt i vphl. § 4-1, kun fra bestemmelsen om etterfølgende erverv i vphl. § 4-6 første ledd, og det er heller intet som tyder på at det har vært meningen å gjøre unntak fra vphl. § 4-1. Det er på det rene at vphl. § 4-6 første ledd utvider det saklige anvendelsesområdet for tilbudspliktsreglene i forhold til vphl. § 4-1. Det gir mening at vphl § 4-6 annet ledd begrenser rekkevidden av utvidelsen i første ledd uten at den samtidig skal innebære noen begrensninger i forhold til hovedregelen i vphl. § 4-1.*

*I lovens forarbeider er det understreket i NOU 1996:2 punkt 9.3.8.3 første avsnitt at "erverv som medfører at én i den konsoliderte gruppen alene kommer over 40 pst., vil utløse tilbudsplikt etter lovens hovedregel. Dette gjelder uavhengig av om den konsoliderte gruppens totale aksjeinnehav endres." Det er ikke tatt noe forbehold her i forhold til de situasjoner som er omfattet av vphl. § 4-6 annet ledd.*

*Tilsvarende problemstilling, men i forhold til et internt erverv regulert av vphl. § 4-2 annet ledd, var gjenstand for behandling i Leif O. Høegh-saken i børsstyrets møte den 4. november 1998. Børsstyret fant her at hensynet til sammenheng i regelverket tilsa at vphl. § 4-2 annet ledd om overdragelse innenfor konsolidert gruppe måtte tolkes innskrenkende i lys av vphl. § 4-6 annet ledd nr. 1. Børsstyret kunne ikke se at de hensyn som begrunner tilbudsplikt generelt og spesielt i tilknytning til bestemmelsen i vphl. § 4-2 annet ledd gjorde seg gjeldende. Avgjørelsen er tatt inn i Oslo Børs – Vedtak og sirkulærer 1998 side 162.*

*Det ble i Leif O. Høegh-saken også uttalt fra børsstyrets side at "I henhold til § 4-6 annet ledd nr. 1 kan en konsolidert gruppe lik den gruppen man her står overfor, kjøpe aksjer fra eksterne uten at tilbudsplikt utløses". Det er uklart om børsstyret her kun har hatt i tankene den regel som følger av vphl. § 4-6 første ledd sammenlignet med annet ledd (at etterfølgende eksterne erverv i utgangspunktet ikke utløser*

tilbudsplikt for identifisert gruppe som eide mer enn 45% av aksjene ved lovens ikrafttredelse), eller om det var ment som en ubetinget uttalelse som gjaldt også der en eller flere av partene i gruppen alene passerer tilbudspliktsgrensen ved det etterfølgende ervervet. Det forhold at børsstyret ikke har trukket tråden til børsstyrets uttalelser om samme problemstilling i Wilhelmsen-saken (se rett nedenfor) kan tyde på at det første har vært tilfelle.

I avgjørelsen i Wilhelmsen-saken (vedtak i børsstyret 11. november 1996) fremkom det enkelte bemerkninger av interesse for nærværende spørsmål. Problemstillingen var tilsvarende som i Leif O. Høegh-saken, dog slik at avgjørelsen ble truffet etter reglene i verdipapirhandelloven av 1985. På side 9 i avgjørelsen heter det følgende:

”Børsklagenemnden la i Skaugen-saken til grunn at ordlyden i bestemmelsen ikke rammer de tilfeller hvor eieren allerede fra reglenes ikrafttredelse og før ervervet eide mer enn 45%. Avgjørelsen må dessuten forstås således at ytterligere erverv av aksjer av en konsolidert gruppe som samlet eier mer enn 45% - gitt at ingen enkeltdeltaker i gruppen dermed overskrider 45% grensen – eller fra en av gruppens parter som eide mer enn 45% på ikrafttredelsestidspunktet for reglene, ikke medfører tilbudsplikt.” (vår understrekning)

Børsstyret forutsetter i denne uttalelsen at dersom en enkeltdeltaker i en aksjonærgruppe alene overskrider tilbudspliktsgrensen inntreffer tilbudsplikt til tross for at aksjonærgruppen eide mer enn 45% før ikrafttredelsen av loven. Dette gjelder imidlertid forståelsen av regelverket slik det var etter verdipapirhandelloven av 1985 og kan dermed ikke uten videre legges til grunn for tolkingen av dagens verdipapirhandellov.

Når det gjelder de generelle hensyn bak regelverket, er dette særlig hensynet til minoritetsaksjonærene. Det er i forarbeidene dels lagt vekt på at aksjonærene som ønsker å selge sine aksjer på grunn av svekket innflytelse eller svekket likviditet skal få anledning til dette, og dels at alle aksjonærene skal kunne få andel i den kontrollpremie som kan være betalt ved det erverv som utløste tilbudsplikt. I motsetning til i Leif O. Høegh-saken hvor det var snakk om et internt erverv vil ervervet i nærværende sak både kunne føre til svekket innflytelse og til svakere likviditet i aksjen for de gjenværende minoritetsaksjonærene. Minoritetsaksjonærene kommer i en ny og mer utsatt posisjon ved at Reform alene øker sitt aksjeinnehav fra ca. 30,3% til ca. 54,8% av de stemmeberettigede aksjene i Borgestad. Reform vil etter dette representere så vel negativt som simpelt stemmeflertall alene på generalforsamlingene i Borgestad. Aksjonærgruppen som helhet øker sitt innehav av stemmeberettigede aksjer fra ca. 47,1% til ca. 71,5% og har derved muligheter til å vedta beslutninger som krever kvalifisert flertall av stemmene, for eksempel vedtektsendringer.

Ifølge den flaggemeldingen som ble sendt fra Reform den 28. september 2000 er kjøpesummen for aksjene henholdsvis NOK 93,- per A-aksje og NOK 83,- per B-aksje. Opsjonspremien er på NOK 1,- per aksje. Denne prisen ligger betydelig over børskurs som for A-aksjene og B-aksjene i perioden har ligget på NOK 65,-. Til tross for at det er begrenset likviditet i aksjen kan det legges til grunn at det ved transaksjonen betales en betydelig kontrollpremie. Lovens formål tilsier etter dette at det foreliggende tilfellet utløser tilbudsplikt.

Heller ikke begrunnelsen for unntaket som er innfortolket i Wilhelmsen-saken og Høegh-saken tilsier at det bør gjøres unntak for et tilfelle som dette. Begge sakene gjaldt overdragelse fra et medlem av aksjonærgruppen til et annet i aksjonærgruppen slik at de aktuelle erverv ikke økte gruppens samlede andel av stemmer i selskapene.

Basert på de momenter som er omtalt ovenfor er Oslo Børs av den oppfatning at det ikke foreligger grunnlag for å tolke vphl. § 4-1 innskrenkende slik at § 4-6 annet ledd nr. 1 gjør unntak fra tilbudsplikten også der hvor en av de konsoliderte parter alene passerer tilbudspliktsgrensen i vphl. § 4-1. En eventuell utnyttelse av opsjonen fra Reform sin side vil dermed medføre at Reform plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i Borgestad.

### 3.3 Spørsmålet om nedsalg

I deres telefax av 19. oktober 2000 er det blitt reist spørsmål om det er en mulighet for å ”reparere” en eventuell inntrådt tilbudsplikt innen fire uker ved at Reform selger seg ned gjennom en overdragelse av Borgestad-aksjer til andre aksjonærer innen Reform-gruppen slik at ingen av aksjonærene eier mer enn

40% av de stemmeberettigede aksjene i Borgestad.

For å unngå eventuelle tilfeller av omgåelser av tilbudsplikten, må dette spørsmålet vurderes tilsvarende som om de aktuelle aksjonærene i Reform-gruppen ervervet aksjene direkte fra NNI uten at noen av erververne alene passerte tilbudspliktsgrensen.

I en slik situasjon vil to eller flere av de konsoliderte partene til sammen passere tilbudspliktsgrensen og utgangspunktet vil være at det inntreffer tilbudsplikt etter vphl. § 4-1 og vphl. § 4-5. For interne erverv er dette regulert uttrykkelig i vphl. § 4-2 annet ledd ("alene eller sammen med... passerer tilbudspliktsgrensen"). Tilsvarende er forutsatt å gjelde om ervervet skjer fra eksterne.

Spørsmålet er om unntaket i vphl. § 4-6 annet ledd nr. 1 gjelder når ikke en aksjonær alene, men flere av partene i en aksjonærgruppe til sammen passerer tilbudspliktsgrensen gjennom ervervet.

Rettskildesituasjonen er stort sett tilsvarende som ved spørsmålet drøftet i punkt 3.2. I forarbeidene og i uttalelsen fra Wilhelmsen-saken sitert ovenfor er det imidlertid kun der hvor en "enkelt deltaker" overskrider tilbudspliktsgrensen at det uttrykkelig er forutsatt tilbudsplikt, det sies ingenting om situasjonen der to eller flere i gruppen passerer grensen sammen.

Problemstillingen har så vidt vi kan se ikke kommet på spissen tidligere og det finnes ingen vedtak fra børsstyret eller børsklagenemnden hvor spørsmålet er uttrykkelig drøftet. Når det gjelder den generelle uttalelsen i Leif O. Høegh-saken sitert ovenfor, hvor situasjonen for eksterne erverv er omtalt forutsetningsvis, er det som nevnt uklart hvilken rekkevidde denne er ment å ha.

For øvrig synes de hensyn som trakk i retning av tilbudsplikt under punkt 3.2 ovenfor også å gjelde tilsvarende her. Også erverv hvor to eller flere av partene i aksjonærgruppen til sammen passerer tilbudspliktsgrensen vil lett kunne føre til svekket innflytelse og til svakere likviditet i aksjen for de gjenværende minoritetsaksjonærene. Det kan nok argumenteres med at innflytelsen og likviditeten kan bli noe større i et tilfelle som dette enn der hvor en av aksjonærene alene passerer tilbudspliktsgrensen, men det er snakk om marginale gradforskjeller. Minoritetsaksjonærene i Borgestad vil uansett komme i en ny og mer utsatt posisjon ved at Reform sammen med en eller flere av de øvrige aksjonærene i Reform-gruppen øker sitt aksjeinnehav med ca 24,4% av de stemmeberettigede aksjene i Borgestad. Selv om minoritetsaksjonærene skulle ha vært klar over at Reformgruppen har hatt kontroll med Borgestad gjennom at de eide mer enn 45% av A-aksjene ved verdipapirhandellovens ikrafttredelse, er det en ny situasjon for minoritetsaksjonærene at aksjonærgruppen som helhet i betydelig grad øker sitt aksjeinnehav og slik at enkeltgrupperinger innen Reform-gruppen representerer mer enn 40% av stemmene i Borgestad.

Det kan heller ikke antas at kontrollpremien ville blitt noe mindre dersom aksjene fra NNI ble kjøpt av en eller flere øvrige aksjonærer i tillegg til Reform. Lovens formål tilsier etter dette at det foreliggende tilfellet utløser tilbudsplikt.

Basert på de momenter som er omtalt ovenfor er Oslo Børs av den oppfatning at det ikke foreligger grunnlag for å tolke vphl. § 4-1, jfr. § 4-5 innskrenkende slik at § 4-6 annet ledd nr. 1 gjør unntak fra tilbudsplikten også der hvor to eller flere av de konsoliderte parter passerer tilbudspliktsgrensen i vphl. § 4-1. Et eventuelt etterfølgende nedsalg av Borgestad-aksjer fra Reform til øvrige aksjonærer innen Reform-gruppen vil dermed ikke forhindre at Reform får tilbudsplikt ved å benytte opsjonen med NNI.

-----

**Spørsmål om konsolidering med mer-enn-50 %-eier som ikke er morselskap** (brev av 07.03.00 og 22.03.00)

Problemstillingen

Spørsmålet er del i vurderingen av om et aksjonærselskap A i forhold til reglene om tilbudsplikt skal konsolideres med en eier B som ikke er morselskap.

Spørsmålet er om foretakene ikke kan konsolideres etter verdipapirhandelloven § 4-5 jf § 1-5 fordi aksjeerverver etter bestemmelsen bare kan konsolideres med selskap han kontrollerer, men ikke med noen som kontrollerer aksjeerververen.

## Børsens forståelse

Etter verdipapirhandelloven § 1-5 nr 4 menes som noens nærstående

”selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2 eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd, allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd.”

Isolert sett gir altså bestemmelsen bare anvisning på konsolidering av aksjeerververen og selskap denne kontrollerer, og ikke aksjeerverver og noen som kontrollerer aksjeerververen.

Etter verdipapirhandelloven § 4-5 regnes i forhold til reglene om tilbudsplikt som like med en aksjeeiers egne aksjer, ”aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-5” (vår utheving). Konsolidering gjelder altså ikke – bare aksjer som eies av nærstående, men også som erverves av denne.

Det fremgår også av forarbeidene at bestemmelsen er ment å gi grunnlag for konsolidering begge veier. Det vises til NOU 1996:2 kap 9.3.8.1 første avsnitt hvor det heter:

”Etter Verdipapirhandellovutvalgets syn bør det presiseres i loven at tilbudsplikt skal inntre uavhengig av på hvilken hånd ervervet skjer. Det foreslås derfor at like med en aksjonærs egne aksjer skal regnes aksjer som eies eller erverves av noen av de nevnte. Med de endringer som foreslås i konsolideringsbestemmelsen, vil presiseringen i praksis kun ha betydning i situasjoner der ervervet som medfører at tilbudspliktgrensen overskrides på konsolidert basis, foretas av en aksjonærs mindreårige barn eller selskap hvor vedkommende har innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2 eller selskapsloven § 1-2. **Tilbudsplikt vil etter utvalgets forslag inntre uavhengig av om den aksjonæren som skal konsolideres med f.eks. et slikt selskap, selv foretar et erverv eller om selskapet foretar dette.** Tilsvarende ville gjelde etter de øvrige konsolideringsalternativene også uten en presisering som foreslått. Som det fremgår under [punkt 9.3.8.5](#), foreslår utvalget forøvrig at tilbudsplikten skal påhvile den i den konsoliderte gruppen som foretar det ervervet som gjør at tilbudspliktgrensen overskrides.” (vår utheving)

Uttalelsen er fulgt opp i Ot prp nr 29 (1996-97) kap 9.2.7 og i Innst O nr 83 (1996-97) kap 9.2.6 og 9.2.7

-----

Vi er enige i at ordlyden i § 4-5 ikke gir klare holdepunkter for at aksjonær A i denne situasjon kan bli tilbudspliktig. Formuleringen ”like med aksjeeiers egne aksjer [regnes] aksjer som eier eller erverves av nærstående” taler heller for at B skulle bli tilbudspliktig på grunn av A’s erverv, men det ligger utenfor forarbeidenes klare angivelse av at tilbudsplikten skal påligge den i gruppen som foretar det erverv som gjør at grensen passerer, jf NOU 1996:2 kap 9.3.8.1 og 9.3.8.5, jf også ordlyden i § 4-1.

Uttalelsen i NOU 1996:2 kap 9.3.8.1 første avsnitt viser imidlertid at verdipapirhandellovutvalget mente at erververen (A) skulle bli tilbudspliktig dersom dennes aksjer sammen med noen denne er nærstående til (B) fører til at tilbudspliktgrensen passerer. Uttalelsen forholder seg uttrykkelig til de uttalelsene i 9.3.7 som beskriver konsolideringsbestemmelsen, og må derfor ses som en videreføring av utvalgets vurderinger og ikke som motstridende uttalelse. Det nevnes også at uttalelsen i 9.3.8.1 første avsnitt er referert i Ot prp nr 29 (1996-97) noe den aktuelle uttalelsen i 9.3.7 ikke er.

Tilsvarende problemstilling oppstår i forholdet mellom mindreårige barn og foreldre idet § 1-5 nr 2 er begrenset til å anse barn som nærstående til foreldre, mens foreldre ikke er barns nærstående. Vi kan ikke se at reelle hensyn taler for å behandle gruppe bestående av foreldre og mindreårige barn mer lempelig enn gruppe bestående av ektefeller jf § 1-5 nr 1. Vi kan heller ikke se sterke grunner til at de øvrige aksjonærer skal gis en svakere beskyttelse overfor gruppe bestående av selskap og personlig eier enn gruppe av mor- og datterselskap. For de aksjonærer tilbudsplikten skal beskytte fremstår det gjerne som tilfeldig om det utløsende erverv foretas av personlig eier eller av selskapet. Etter vår oppfatning taler derfor sammenhengen i regelverket og reelle hensyn generelt for en forståelse i tråd med uttalelsene i NOU 1996:2 kap 9.3.8.1. At hensynene ikke er til stede i samme utstrekning i alle situasjoner er en konsekvens av at reglene er generelt utformet.



Etter vår vurdering er det således spørsmål om forarbeider og reelle hensyn kan oppveie for den uklare ordlyden i verdipapirhandelloven § 4-5. I tilfelle ville et eventuelt vedtak om konsolidering og tilbudsplikt måtte bygge på adskillig tvil.

### **Eltek ASA - Spørsmål om konsolidering– Forpliktende avtale (brev av 14.09.2000)**

Vi viser til Deres e-mail av 7. september 2000 hvor det anmodes om en bekreftelse på at verken punkt 2.5 i den vedlagte Agreement and Plan of Merger ("Avtalen") eller den vedlagte Letter Agreement ("Letter Agreement"), begge datert 1. september 2000, medfører at Eltek Holding AS, Alain og Wenche Angelil skal konsolideres etter verdipapirhandelloven § 4-5 med CC Industries Inc ("CC Industries") eller med noen av de øvrige selgerne.

## **1. Sakens faktum**

Den 1. september 2000 inngikk blant annet Eltek ASA ("Eltek") og Power Conversion Products LLC ("PCP") Avtalen som fastsetter at Eltek skal utstede 9.745.737 nye aksjer i bytte mot samtlige aksjer i PCP. Etter emisjonen vil det være til sammen 24.108.425 aksjer i Eltek.

CC Industries vil, som tidligere hovedaksjonær i PCP, etter gjennomføringen av Avtalen være den største eieren i Eltek med 31,14% av aksjene (7.507.141 aksjer). Resten av de nyutstedte aksjene i Eltek vil eies av de øvrige selgerne av PCP som består av åtte enkeltpersoner, inkludert ledelse og grunnleggere av PCP. Alain Angelil, Wenche Angelil og Eltek Holding AS vil på sin side eie totalt 27,81% av de utstedte aksjene i Eltek etter gjennomføringen av Avtalen.

-----

## **2. Den rettslige vurdering**

Konsolidering i forhold til reglene om tilbudsplikt skal i henhold til verdipapirhandelloven § 4-5 skje for aksjer som "eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-5".

Den aktuelle konsolideringsbestemmelse i dette tilfellet vil være verdipapirhandelloven § 1-5 nr. 5 som fastslår at som nærstående menes "noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument". Spørsmålet er om Eltek Holding AS, Alain og Wenche Angelil på den ene side og CC Industries på den annen side gjennom Letter Agreement og Avtalen har inngått et slikt forpliktende samarbeid som § 1-5 nr. 5 tar sikte på å ramme.

Gjennom inngåelsen av Letter Agreement har partene inngått en "forpliktende" avtale. Avtalen inneholder etter sin ordlyd riktignok ikke noen bestemmelser om misligholdsvirkninger, men det følger av verdipapirhandellovens forarbeider (NOU 1996:2 s.115) at det ikke er noen forutsetning at det skal foreligge sanksjonsadgang for at man skal kunne anse samarbeidet for "forpliktende".

Spørsmålet blir dermed om det er inngått et samarbeid som gjelder bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument.

Etter tredje avsnitt i Letter Agreement fremgår det at Eltek Holding AS, Alain og Wenche Angelil har forpliktet seg til å benytte stemmeretten for sine Eltek aksjer til å stemme for den kapitalforhøyelse og styresammensetningen som følger av Avtalen. Dette må i utgangspunktet anses for å være et samarbeid partene i mellom om bruk av aksjonærrettighetene i Eltek. Når det gjelder de øvrige bestemmelsene i Letter Agreement, omhandler disse i det vesentlige partenes rett til å råde over sine aksjer i Eltek og begrensninger i retten til å erverve nye aksjer i Eltek. Disse bestemmelsene legger ikke føringer på hvordan stemmeretten (eller øvrige aksjonærrettigheter) skal brukes.

Verdipapirhandellovens forarbeider fastslår at ikke enhver samordnet bruk av aksjonærrettigheter vil gi grunnlag for konsolidering. Som et konkret eksempel nevnes at "samordnet opptreden i en generalforsamling med sikte på f.eks skifte av styret, bør ikke i seg selv begrunne konsolidering etter

tilbudsppliktsreglene” (NOU 1996:2 s. 115). Det er som retningslinje lagt til grunn at et samarbeid i en enkelt sak ikke er nok til å foreta konsolidering med mindre den konkrete saken indikerer at de aktuelle aksjonærene reelt sett har et bredere samarbeid.

I dette tilfellet går samarbeidet om bruk av aksjonærrettighetene nettopp på å stemme for en konkret styreendring (og aksjekapitalforhøyelse). Så vidt vi kan se foreligger det ikke noe forpliktende samarbeid utover dette som går på bruk av aksjonærrettighetene. Tvert i mot har partene etter punkt 5 i Letter Agreement forpliktet seg til å ikke inngå bindende samarbeid om bruk av sine aksjonærrettigheter i Eltek (med unntak av det konkrete styrevalget på første generalforsamling). Ofte kan imidlertid slike avtaler være del i et samarbeid om felles opptreden i selskapet som ikke er nedfelt skriftlig. Uskrevne avtaler av slik art gir grunnlag for konsolidering, jfr. NOU 1996:2 s. 114 og børsklagenemden sak 2/92. Basert på de opplysninger vi har mottatt foreligger ikke i denne saken noen indikasjoner for øvrig på at samarbeidet skulle ha større omfang enn det som er beskrevet i avtalene.

Det samarbeidet som er av langvarig karakter etter Letter Agreement dreier seg om rett til å disponere over og til å erverve aksjer i Eltek, ikke om bruk av aksjonærrettighetene. Formålet med dette samarbeidet synes ikke være å oppnå kontroll over selskapet, men derimot å gi partene seg i mellom en viss kontroll med hverandres aksjonærinnhav. En slik form for samarbeid og kontroll kan ikke gi grunnlag for konsolidering etter verdipapirhandelens § 1-5 nr. 5. Vi kan heller ikke se at det foreligger noe grunnlag for å konsolidere Eltek Holding AS, Alain og Wenche Angelil med noen av de øvrige selgerne av PCP.

Basert på den informasjon vi har blitt forelagt er det Oslo Børs' oppfatning at verken punkt 2.5 i den vedlagte Agreement and Plan of Merger eller den vedlagte Letter Agreement ("Letter Agreement") medfører at Eltek Holding AS, Alain og Wenche Angelil skal konsolideres etter verdipapirhandelloven § 4-5 med CC Industries eller med noen av de øvrige selgerne.

## 6.5 Tilbudspplikt og tvangsinnløsning

### **Tvangsinnløsning av aksjer under akseptperioden for pliktig tilbud (brev av 07.12.00)**

#### 1. Hovedproblemstilling

Et selskap som i utgangspunktet eier aksjer som gir rett til mindre enn 40% av stemmene i et børsnotert selskap, og som etter frivillig tilbud og/eller direkte kjøp i markedet blir eier av mer enn 90% av aksjene, og en tilsvarende andel av stemmene, vil etter allmennaksjeloven (asal) § 4-25 ha rett til å tvangsinnløse de gjenværende minoritetsaksjonærs aksjer. Tvangsinnløsning kan imidlertid ikke gjennomføres før aksjonæren har fremsatt et pliktig tilbud etter verdipapirhandelloven (vphl) kapittel 4, jf vphl § 4-1.

På enkelte punkter er det uklart hvordan de to regelsett – om henholdsvis tilbudspplikt og tvangsinnløsning – nærmere skal samordnes. Et viktig spørsmål er på hvilket tidspunkt tvangsinnløsning tidligst kan gjennomføres samtidig som tilbudsppliktsreglene overholdes.

Frem til i dag synes det entydig lagt til grunn i praksis at tvangsinnløsning først kan gjennomføres etter at tilbudperioden for det pliktige tilbud er løpt ut. I NOU 1996:2 side 102 første spalte er det vist til en konkret sak hvor Oslo Børs har lagt en slik forståelse til grunn:

”[A]ldgangen til å kreve tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer etter aksjeloven § 14-9 hører til de rettigheter i selskapet som den tilbudsppliktige er avskåret fra å utøve. Dette gjelder både der en aksjeeier forsømmer sin tilbudspplikt, men etter børsens syn også i tilbudperioden der pliktig tilbud er fremsatt, men ikke avsluttet.”

Uttalelsen bygger på en utredning av problemstillingen fra 1993 basert på dagjeldende aksjelov og verdipapirhandellov. Forståelsen er fulgt opp gjennom praksis, og er senest kommet til uttrykk i Oslo Børs' brev av 8. april 1999 (inntatt i kompendium til Børsrettsdagene 2000).

Hensynet til at rask og effektiv gjennomføring av oppkjøp av selskaper tilsier at tvangsinnløsning burde kunne gjennomføres på et tidligere tidspunkt. Hensikten i det følgende er å vurdere hvorvidt det er grunnlag for å opprettholde den nåværende praksis, eller om de gjeldende regler åpner for en annen løsning.

## 2. Kort om de to regelsett

*Som bakgrunn for den videre drøftelse synes det naturlig å først redegjøre for hovedtrekkene ved de to regelsett*

### 2.1 Tvangsinnløsning

*Hjemmelen for tvangsinnløsning er asal § 4-25. Vedtak treffes av styret i morselskap, jf første ledd. Etter femte ledd skal morselskapet innføres som eier av aksjene i aksjeeierregisteret når det "har besluttet å overta aksjer", dvs når vedtaket er truffet. Morselskapet skal gi minoritetsaksjonærene et tilbud om løsningssum, jf tredje ledd. Det samlede tilbudsbeløp skal innbetales til en særskilt bankkonto. I praksis blir morselskapet innført som aksjonær i Verdipapirsentralen (VPS) – og dermed aksjeeierregisteret – så snart VPS har mottatt kopi av styreprotokoll samt bekreftelse på overføring til særskilt bankkonto og pliktig tilbud er fremsatt.*

*Morselskapet kan fastsette en frist for aksept av det fremsatte tilbud om løsningssum såfremt tilbudet fremsettes skriftlig til alle aksjonærer med kjent adresse, og i tillegg kunngjøres i Norsk lysingsblad og i en avis som er alminnelig lest på selskapets forretningssted. Fristen kan ikke settes kortere enn to måneder fra kunngjøringen i Norsk lysingsblad. Aksjonærer som ikke fremsetter innsigelser innen utløpet av fristen, vil være bundet av tilbudet, jf tredje ledd. For de aksjonærer som avslår tilbudet om løsningssum, skal løsningssummen fastsettes ved skjønn, jf annet ledd.*

*Tidspunkt for oppgjør følger ikke direkte av loven. I praksis er det lagt til grunn at oppgjør ikke kan kreves før etter utløpet av akseptfristen. At oppgjør først vil skje etter en viss tid er også lagt til grunn i forarbeidene, se uttalelser i NOU 1996:2 side 128.*

*Det følger av dette at en minoritetsaksjonær vil gå fra å være selskapets aksjonær til å bli selskapets kreditor i og med registreringen av morselskapets beslutning i VPS. Aksjonæren vil deretter motta oppgjør normalt tidligst drøyt to måneder senere.*

### 2.2 Tilbudsplikt

*Den som blir eier av aksjer som representerer mer enn 40% av stemmene i et norsk selskap notert på Oslo Børs, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet, såfremt han ikke velger å selge seg ned til under denne grensen innen fire uker, jf vphl § 4-1 første ledd. Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte, jf § 4-10 fjerde ledd. Oppgjøret skal garanteres av en finansinstitusjon etter nærmere regler fastsatt av Oslo Børs, jf § 4-10 syvende ledd og forskrift om garanti ved fremsettelse av pliktig tilbud av 15. desember 1997 nr 1307 ("garantiforskriften"). Minoritetsaksjonærene skal gis en frist for å akseptere tilbudet på minimum fire og maksimum seks uker, jf § 4-11. Oppgjør skal finne sted snarest, og senest innen to uker etter tilbudsperiodens utløp, jf § 4-10 åttende ledd. Det skal utarbeides et tilbudsdokument som skal godkjennes av Oslo Børs og sendes alle aksjonærer med kjent adresse, jf §§ 4-13 og 4-14.*

### 2.3 Kort om forholdet mellom de to regelsett

*Det er klart forutsatt i forarbeidene til verdipapirhandelloven at det forhold at man har oppnådd et aksjeinnehav som gir tvangsinnløsningsrett ikke fjerner tilbudsplikten, se NOU 1996:2 side 128 første spalte:*

*"Ettersom frivillige tilbud ikke foreslås å følge samme regler som pliktige tilbud, vil utvalget presisere at gjennomføringen av et frivillig tilbud ikke fritar for påfølgende tilbudsplikt basert på det erverv tilbudet medfører. Dette bør etter utvalgets syn gjelde uavhengig av om tilbyder blir eier av over 90 pst av stemmene i selskapet og kan kreve innløsning etter aksjeloven § 14-9. Utvalget har ved sin vurdering lagt avgjørende vekt på at tvangsinnløsning, i mangel av minnelig overenskomst, skjer ved skjønn. Skjønnsretten står fritt til å bestemme prisen som skal fastsettes ut fra verdiene på det senere innløsningstidspunktet. Aksjonærene har ingen garanti for at de gjennom skjønnsrettens avgjørelse får andel i den kontrollpremie tilbyder tidligere har betalt, slik som forutsatt ved fastsettelse av prisen for frivillige tilbud. For minoritetsaksjonærene vil vanligvis ikke skjønnsaken i seg selv påføre saksomkostninger, idet skjønnet normalt skjer på morselskapets kostnad. En skjønnsak kan imidlertid ta svært lang tid, og gir normalt oppgjør på et vesentlig senere tidspunkt enn ved pliktige tilbud. I tillegg kommer at en tvangsinnløsning gir et fremtidig pengekrav mot morselskapet, uten at det gis sikkerhet for kravet slik som ved pliktige tilbud."*

Som det fremgår er utvalgets presisering av at tilbudsplikten består begrunnet i tre forhold: Pristilbudets størrelse, oppgjørstidspunkt samt garanti for oppjøret. Til det siste er det å bemerke at det ved den nye aksjelovgivning ble det innført et krav om at morselskapet må innbetale det samlede tilbudsbeløp på særskilt bankkonto, jf asl § 4-26 femte ledd og asal § 4-25 femte ledd.

Som nevnt er det på flere punkter uklart hvordan de to regelsett nærmere skal forstås samordnet i praksis. Problemstillingen i det følgende er på hvilket tidspunkt tvangs-innløsning tidligst kan gjennomføres samtidig som tilbudspliktreglene overholdes. Ved vurderingen må det tas stilling til (i) på hvilket tidspunkt beslutning om tvangsinnløsning tidligst kan treffes, og (ii) om det kan varsles om tvangsinnløsning i tilbudsdokumentet.

### 3. Vurdering

#### 3.1 Tidligste tidspunkt for styrets beslutning om tvangsinnløsning

Grunnkravene for tvangsinnløsning er altså at morselskapet "eier" minst 90% av aksjene og at det "har en tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen". I vår sammenheng reiser ikke kravet om eiendomsrett særskilte spørsmål. Stemmekravet gir derimot opphav til spørsmål om reglene om tilbudsplikt innebærer rådighets-begrensninger som kan medføre at kravet ikke er oppfylt.

Verdipapirhandeloven har to bestemmelser som går ut på midlertidig suspensjon av stemmeretten i forbindelse med pliktige tilbud; § 4-8 fjerde ledd ("inntil tilbud fremsettes") og § 4-19 (når en aksjonær "forsømmer sin tilbudsplikt"). Betydningen av disse bestemmelsene drøftes nedenfor.

##### 3.1.1 Vphl § 4-8 fjerde ledd

Vphl § 4-8 fjerde ledd har følgende ordlyd:

"Inntil tilbud fremsettes eller salg er gjennomført kan det for den del av aksjene som overstiger tilbudspliktgrensen, ikke utøves andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte for aksjene og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse."

Hovedbegrunnelsen bak denne delvise suspensjon av aksjonærrettigheter var et ønske om å sikre at de ervervede aksjer før pliktig tilbud ble fremsatt ikke ble benyttet til på generalforsamlingen å foreta disposisjoner i strid med de øvrige aksjonærers interesse, jf Ot prp nr 29 (1996-97) side 84.

Rent språklig må bestemmelsen forstås slik at suspensjonen av stemmeretten faller bort så snart pliktig tilbud fremsettes. Spørsmålet er om det foreligger holdepunkter utenfor lovteksten som tilsier at rådighetsbegrensningen må gis et videre anvendelsesområde enn ordlyden gir dekning for.

Andenæs, Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper side 192, trekker følgende slutning fra denne bestemmelsen:

"Konsekvensen er at erververen ikke kan kreve tvangsinnløsning av aksjene etter asl. § 4-25 før tilbudsplikten er oppfylt. Først hvis det etter tilbudsperiodens utløp fortsatt gjenstår aksjonærer som ikke har akseptert tilbudet, er tiden kommet for tvangsinnløsning etter asl. § 4-25."

Andenæs legger altså til grunn at først når pliktig tilbud er gjennomført kan tvangsinnløsning skje, uten at det anføres noen argumenter for en slik utvidende tolkning. En forklaring kan være at Andenæs har sett hen til hvordan pliktige tilbud og tvangs-innløsning gjennomføres i praksis, uten nærmere å ha vurdert spørsmålet. Uansett kan uttalelsen ikke tillegges vekt i seg selv. Andenæs' syn kritiseres for øvrig også av Mads Krohn, *Tvangsinnløsning av aksjeeiermindretall*, Tidsskrift for forretningsjus 1/2000 side 40:

"Slik jeg ser det gir Andenæs' løsning en ugrunnet forsinkelse i strid med hensynene bak innløsningsadgangen. Etter mitt syn er det adgang til å innløse i akseptperioden."

Vphl § 4-19 (se nedenfor under 3.1.2) gir klare holdepunkter for at § 4-8 fjerde ledd skal tas på ordet. Dersom en aksjonær forsømmer sin tilbudsplikt vil så lenge forsømmelsen består etter § 4-19 miste stemmeretten (og alle andre aksjonærrettigheter enn retten til utbytte og fortrinnsrett ved kapitalforhøyelser) for samtlige aksjer. Bestemmelsen synes å forutsette at aksjonæren igjen kan benytte samtlige aksjonærrettigheter så snart tilbudsplikten er oppfylt. Denne forståelsen støttes av uttalelser i

forarbeidene, se NOU 1996:2 side 128 annen spalte:

”I perioden frem til salg er foretatt, foreslår utvalget ...begrensninger i adgangen til å utøve aksjonærrettigheter knyttet til de aksjer som overskrider tilbudsplikt-grensen” (vår understrekning).

Selv om uttalelsen konkret gjelder nedsalgalternativet, må den ha like stor gyldighet ved fremsettelse av pliktige tilbud. Lovens systematikk bygger jo på at fremsettelse av pliktig tilbud og nedsalg er to alternative tiltak. Dessuten tilsier ikke hensynene bak tilbuds-pliktreglene at suspensjonsperioden skal være ulik avhengig av om man velger det ene eller det annet tiltak. De to bestemmelser om rådhetsbegrensninger synes dermed ment komplementære. Eksistensen av § 4-19 kan således sies å være et tungtveiende argument mot ved en utvidende fortolkning å la § 4-8 fjerde ledd gjelde helt frem til tilbudet er gjennomført. (Et annet spørsmål er om § 4-19 i seg selv innebærer at tvangsinnløsning først etter utløpet av tilbudsperioden. Se mer om dette rett nedenfor.)

Det kan anføres at minoritetsaksjonærene i ett henseende blir dårligere stilt dersom det åpnes for en slik løsning enn etter med dagens praksis: Når tvangsinnløsning først gjennomføres etter utløp av akseptfristen under det pliktige tilbudet, vil minoritetsaksjonærene fremdeles ha full disposisjonsrett til aksjene i tilbudsperioden. Følgelig vil de ha anledning til å selge aksjene i tilbudsperioden til tilbyder eller andre, og dermed kunne oppnå oppgjør for aksjene på et tidligere tidspunkt. Hvis tvangsinnløsning gjennomføres samtidig med fremsettelse av tilbudet, vil derimot alle aksjonærene i utgangspunktet måtte avvente oppgjør i minst nærmere syv uker etter at de har mistet disposisjonsretten til aksjene.

Det forhold at en del aksjonærer de facto vil havne i en noe dårligere stilling mht muligheten til tidligere oppgjør, kan neppe sies å være et tilstrekkelig tungtveiende motargument. For det første har dette hensynet ikke vært trukket frem i forarbeidene, og synes således ikke vektlagt av lovgiver. Og for det annet – og viktigst – antas det at det kun dreier seg om et overgangsproblem. Så snart markedet blir gjort kjent med en eventuell ny praksis, vil minoritetsaksjonærer i slike tilfeller ha en oppfordring til å selge sine aksjer forut for fremsettelsen av det pliktige tilbud. At det vil bli fremsatt et pliktig tilbud skal jo varsles straks etter at tilbudsplikten inntreffer, jf vphl § 4-8. Dessuten vil det være naturlig at det informeres om eventuelle planer om beslutning av tvangsinnløsning i tilbudsdokument utarbeidet i forbindelse med fremsettelsen av et eventuelt forutgående frivillig tilbud.

Verdipapirhandelutvalgets presisering av at tilbudsplikten består var som ovenfor nevnt hovedsakelig begrunnet i pristilbudets størrelse, oppgjørstidspunkt samt garanti for oppjøret. Såfremt det er mulig å legge opp til en ordning som fullt ut ivaretar disse hensyn, skulle imidlertid de hensyn som trekkes frem i forarbeidene etter Oslo Børs' oppfatning ikke være noe argument mot at tvangsinnløsning gjennomføres umiddelbart etter fremsettelse av pliktig tilbud.

Etter børsens syn er det heller ikke grunn til å legge avgjørende vekt på den praksis som har vært fulgt siden 1993 (se ovenfor). Den valgte linje hadde sin bakgrunn i at tilbudspliktreglene gir minoritetsaksjonærene et bedre vern enn reglene om tvangsinnløsning. Som gjennomgangen ovenfor viser er det imidlertid mulig å fullt ut ivareta disse hensyn også ved en tidligere gjennomføring av tvangsinnløsningen. Det kan heller ikke ses at det er grunn til å fastholde den tidligere praksis ut fra innrettelseshensyn (jf mer om hensynet til minoritetsaksjonærenes forutberegnelighet nedenfor).

Etter dette er det etter børsens oppfatning klart at vphl § 4-8 ikke kan tolkes utvidende slik at stemmeretten er suspendert også i tilbudsperioden.. Oslo Børs er således kommet til at verken verdipapirhandelloven eller allmennaksjeloven synes å være til hinder for at tvangsinnløsning kan besluttes og gjennomføres umiddelbart etter fremsettelse av et pliktig tilbud.

### 3.1.2 Vphl § 4-19

Det kan spørres stemmeretten likevel er suspendert i tilbudsperioden under henvisning til vphl § 4-19. Det har vært hevdet at den tilsvarende bestemmelse i den tidligere verdi-papirhandellov (§ 5 C annet ledd) måtte forstås slik.

Som nevnt ovenfor suspenderes stemmeretten for en aksjonær hvis tilbudsplikten ikke overholdes, jf § 4-19. Bestemmelsen har følgende ordlyd:

”Aksjeeiere som forsømmer sin tilbudsplikt etter § 4-1, § 4-2 tredje ledd eller § 4-6 kan, mens tilbudsplikten foreligger, ikke utøve andre rettigheter i selskapet en retten til utbytte og til

*fortrinnsrett for ved kapitalforhøyelse, uten samtykke fra et flertall av de øvrige aksjeeiere.”*

*Suspensjon etter denne bestemmelsen forutsetter altså at tilbudsplikten forsømmes. Uttrykket ”forsømmes” forutsetter et pliktbrudd, nærmere bestemt brudd på tilbudsplikten. Rent språklig er det noe uklart hva som nærmere ligger i uttrykket ”tilbudsplikt”. Det fremgår imidlertid klart av forarbeidene at det siktes til fremsettelsen av tilbudet, se flere uttalelser i NOU 1996:2 side 128-29, særlig side 128 annen spalte:*

*”Dersom det fremmes et tilbud, men tilbudet ikke anses i samsvar med de krav som foreslås når det gjelder tilbudsdokumentet m.v., legger utvalget til grunn at det ikke skal anses å foreligge en slik forsømmelse av tilbudsplikten at aksjonærrettighetene bør begrenses.”*

*Det kan ikke ses at reelle hensyn tilsier en annen fortolkning, jf for så vidt drøftelsen under 3.1.1 ovenfor.*

*Konklusjonen må etter dette være at vphl § 4-19 ikke suspenderer stemmeretten i tilbudsperioden, slik at stemmerettskravet i asal § 4-25 første ledd vil være oppfylt i og med fremsettelsen av det pliktige tilbudet.*

### **3.2 Varsel om tvangsinnløsning i tilbudsdokument**

*Dersom majoritetsaksjonæren ønsker å sette en frist for å komme med innsigelser mot den tilbudte løsningssum, må denne som ovenfor nevnt skriftlig underrette alle aksjonærer med kjent adresse samt kunngjøre tilbudet i en avis alminnelig lest på selskapets forretningssted og i Norsk lysingsblad, jf asal § 4-25 tredje ledd. Spørsmålet som vurderes i det følgende er om kravet om skriftlig underretning til aksjonærene kan oppfylles gjennom å innta et varsel i det tilbudsdokument som fremsettes i og med det pliktige tilbud. Dette vil innebære en effektivitetsgevinst for tvangsinnløsende aksjonær.*

*I likhet med hva som gjelder for tilbud om løsningssum, skal tilbudsdokumenter sendes alle aksjonærer med kjent adresse, jf vphl § 4-14 annet ledd. Kravet til personkrets vil således være oppfylt dersom tilbud om innløsningssum inntas i tilbudsdokumentet for det pliktige tilbud.*

*Et sentralt spørsmål i denne sammenheng er om bestemmelsen i vphl § 4-8 fjerde ledd som suspenderer stemmeretten ”inntil tilbud fremsettes”, sammenholdt med kravet i asal § 4-25 første ledd om mer enn 90% av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen, innebærer et formelt hinder for en slik fremgangsmåte. Språklig sett synes løsningen klar. På den ene side kan det kanskje anføres at i og med at uttrykket ”fremsettes” benyttes – ikke ”er fremsatt” – kan beslutning om tvangsinnløsning treffes samtidig med fremsettelsen av det pliktige tilbud. På den annen side er neppe uttrykket særlig bevisst valgt, jf nedsalgsalternativet hvor det avgjørende er om ”salg er gjennomført” (vår understrekning).*

*Uansett er det etter ordlyden kun beslutning om tvangsinnløsning som er betinget av at stemmeretten ikke er suspendert. Lovteksten i asal § 4-25 synes ikke å være til hinder for at et tilbud om løsningssum fremsettes på et tidligere tidspunkt. Lovens systematikk er jo at løsningssummen også kan fastsettes ved ”minnelig overenskomst”. Majoritets-aksjonæren må – forutsatt at krav om tvangsinnløsning ikke fremsettes av en eller flere minoritetsaksjonærer – ha adgang til å avvente en beslutning om tvangsinnløsning inntil det er klart om det kan oppnås en akseptabel avtale med hensyn til innløsningssum.*

*Verken ordlyd eller systematikk i asal § 4-25 synes således å være til hinder for en tidligere fremsettelse av et tilbud om løsningssum. Det kan heller ikke ses at hensynet til minoritetsaksjonærene tilsier en annen løsning. Suspensjonen i vphl § 4-8 fjerde ledd er begrunnet i ”hensynet til en effektiv håndhevelse av tilbudsplikten”, se NOU 1996:2 side 128. Forutsatt at tvangsinnløsning ikke gjennomføres før fremsettelse av pliktig tilbud, er dette hensynet ivaretatt og skulle således ikke være noe argument mot fremsettelse av tilbud om løsningssum på et tidligere tidspunkt.*

*Å kreve at morselskapet først må fremsette et pliktig tilbud, før det deretter mer eller mindre umiddelbart etterpå kan sende ut varsel om tvangsinnløsning og tilbud om løsningssum, må anses som unødvendig formalisme når ingen avgjørende argumenter taler for en slik løsning. I denne sammenheng må det også legges vekt på at det for en del aksjonærer vil kunne virke forvirrende å motta to ulike dokumenter i umiddelbar rekkefølge. Tvert imot synes det å være i minoritetsaksjonærenes interesse at de*

informasjonen om de to tilbudene samles i ett dokument. Dette hensynet fremheves også av Mads Krohn, Tvangsinnløsning av aksjeeier mindretall, Tidsskrift for forretningsjus 1/2000 side 40:

*”Adgang til å erklære innløsning før tilbudet er utsendt gjør det mulig å kombinere oppfyllelse av tilbudsplikten og informasjon om tvangsinnløsning i samme dokument. Dette kan gjøre [det] mulig å gjennomføre oppkjøpsprosessen raskere og billigere. Samtidig gis mindretallet slik umiddelbart oversikt over valgmulighetene.”*

*Basert på ovenstående antar Oslo Børs at verken vphl kapittel 4 eller asal § 4-25 er til hinder for at tilbud om løsningssum fremsettes samtidig med et pliktig tilbud.*

#### 4. Oppsummering og kort om den praktiske gjennomføring

*Oslo Børs' konklusjon er at tilbud om innløsningssum i forbindelse med tvangsinnløsning etter asal § 4-25 kan fremsettes samtidig med, og i samme dokument som, et pliktig tilbud etter vphl kapittel 4. Det forutsettes at kravene etter begge regelsett følges. Det vil blant annet si at:*

- *Tilbud til minoritetsaksjonærene om et nærmere bestemt kontantvederlag offentliggjøres i et felles dokument som tilfredsstillende de innholdsmessige kravene til både pliktige tilbud og meddelelse om tvangsinnløsning. Tilbudsdokumentet vil være underlagt børsens kontroll på vanlig måte.*
- *De minoritetsaksjonærer som aksepterer tilbudet innen utløpet av akseptfristen for pliktige tilbud (4-6 uker), vil motta oppgjør snarest og innen to uker etter utløpet av tilbudsperioden.*
- *De minoritetsaksjonærer som aksepterer tilbudet etter utløpet av den lovbestemte akseptfristen for pliktige tilbud, eller som forholder seg passive, vil motta oppgjør innen rimelig tid etter utløpet av fristen for å rette innsigelser mot det tilbudet innløsningsvederlag.*
- *De minoritetsaksjonærer som avslår tilbudet innen utløpet av den lovbestemte fristen for å komme med innsigelser, vil motta innløsningssum fastsatt ved skjønn.*

*Når det gjelder tidspunktet for beslutning om tvangsinnløsning, antas det at en praktisk løsning vil være at styret i morselskapet treffer vedtak om å fremsette et tilbud om løsningssum, sammen med et betinget vedtak om tvangsinnløsning, umiddelbart forut for fremsettelse av det pliktige tilbud. Vedtakene kan således innarbeides i tilbuds-dokumentet. Når minoritetsaksjonæren mottar tilbudsdokumentet vil vedtaket om tvangsinnløsning være ubetinget. Betingelsen for tvangsinnløsningen vil nettopp være at et pliktig tilbud blir fremsatt, slik at betingelsen bortfaller i og med utsendelsen av tilbudsdokumentet.*

*VPS har pr telefon bekreftet at de ikke ser det som problematisk i forhold til dokumentasjonskravene at et vedtak er betinget som ovenfor beskrevet.*

*Etter hva Oslo Børs forstår er problemstillingen relevant i tilknytning til en foreliggende sak for Deres firma. Vi finner derfor grunn til å påpeke det faktum at eksisterende minoritetsaksjonærer i det aktuelle selskap, neppe er forberedt på at en tvangsinnløsning kan bli gjennomført umiddelbart i sammenheng med fremsettelsen av det pliktige tilbud. Dersom det blir aktuelt å gjennomføre tvangsinnløsning etter det ovenfor skisserte opplegg, anbefaler børsen at minoritetsaksjonærene varsles om dette på en tilfredsstillende måte så snart som mulig, slik at de gis anledning til å selge sine aksjer i markedet før tvangsinnløsning gjennomføres.*

#### **Vedr klage over behandling som minoritetsaksjonær i Mikkelservice ASA (brev av 02.10.00)**

*I brevet fremsetter De en klage overfor Oslo Børs over den behandling De som minoritetsaksjonær i det tidligere børsnoterte Mikkelservice ASA var gjenstand for i forbindelse med G & J Holding AS' ("GJH") tvangsinnløsning av aksjene i selskapet i medhold av allmennaksjeloven (asal) § 4-25. Vi oppfatter situasjonen slik at De ikke har akseptert det fremsatte tilbud om løsningssum, og følgelig heller ikke har mottatt oppgjør for aksjene. Etter hva vi forstår er De av den oppfatning at det fremsatte tilbudet ikke reflekterer aksjenes virkelige verdi, og vil derfor at løsningssummen skal fastsettes ved rettslig skjønn i medhold av asal § 4-25 annet ledd. De opplyser at GJH har avvist å ta initiativ til avholdelse av rettslig skjønn, under henvisning til at de ikke har noen plikt til dette. Selv ønsker De ikke å kreve rettslig skjønn, særlig av frykt for å bli pålagt å måtte bære utgiftene forbundet med dette.*

*Oslo Børs er ikke tillagt noen myndighet til avgjøre tvister som denne. For det første er tvangsinnløsningsinstituttet lagt opp slik at tvister avgjøres av retten i form av skjønns-forretning, og for*

det annet er Mikkelservice ASA ikke lenger børsnotert. På denne bakgrunn har Oslo Børs ikke grunnlag for å behandle Deres klage.

For ordens skyld finner vi det likevel naturlig å avslutningsvis komme med noen korte kommentarer av mer generell art:

Allmennaksjeloven åpner for at en aksjonær som blir eier av mer enn 90% av aksjene, lovlig kan overta aksjene til de øvrige aksjonærer selv om disse forholder seg passive eller endog motsetter seg overtagelsen, jf asal § 4-25. Overtagelsen kan imidlertid ikke skje før aksjonæren har innbetalt et beløp tilsvarende den totale innløsningssummen til en særskilt bankkonto. Ordningen er et resultat av en avveining av hensyn som taler for og imot, hvor lovgiver mente at de hensyn som talte for var mest tungtveiende. Det gir seg imidlertid selv at man av og til vil oppleve minoritetsaksjonærer som er misfornøyde med at de ikke lenger tillates å være aksjonærer i et selskap, og som synes det er en fattig trøst at de mottar et kontantbeløp i bytte for aksjene. Like fullt har altså den innløste aksjonær ikke krav på annet enn løsningssummen; han går med andre ord over fra å være aksjonær til å bli kreditor. Det er følgelig ikke slik at han er gjenstand for et ulovlig underslag, slik De antyder i Deres brev.

Spørsmålet om den tvangsinnløsende aksjonær har plikt til å ta initiativ til at det avholdes rettslig skjønn, er ikke løst i loven og synes heller ikke å ha funnet sin løsning i praksis.

## 6.6 Målselskapets uttalelse

### **Tilbud om kjøp av aksjene i Polar Holding ASA – Selskapets uttalelse (brev av 10.01.01)**

I forbindelse med det pliktige tilbudet fremsatt av G.C Rieber & Co. AS om kjøp av samtlige aksjer i Polar Holding ASA skal selskapet avgi en uttalelse om tilbudet etter nærmere regler i vphl. § 4-16. På bakgrunn av at tilbudet er fremsatt i forståelse med selskapets styre, har Polar Holding ASA bedt Oslo Børs avgjøre hvem som skal avgi uttalelse som nevnt på vegne av selskapet, se vphl. 4-16 fjerde ledd.

Selskapet har ved Deres telefax av i går foreslått at de to habile medlemmene av styret (styreformann Haakon Blaauw og styremedlem Dag Arnesen) avgir selskapets uttalelse om tilbudet. De tre øvrige medlemmene av styret er regnet for å være inhabile i denne sammenheng.

Etter ordlyden i vphl. § 4-16 fjerde ledd og lovens forarbeider, står Oslo Børs fritt til å velge hvem som skal avgi uttalelse når tilbudet er fremsatt i forståelse med selskapets styre. Formålet med bestemmelsen er å få en uttalelse fra målselskapet om tilbudet som er basert på uavhengighet i forhold til tilbyder og som er avgitt av kompetente personer.

I og med at mer enn halvdel av styremedlemmene i Polar Holding ASA er regnet som inhabile til å avgi uttalelsen, er styret som sådant ikke vedtaksført, jfr. allmennaksjeloven § 6-24. Det kan imidlertid ikke være noe i veien for at det bestemmes av Oslo Børs at uttalelsen om tilbudet skal avgis av de to habile styremedlemmene (men ikke av styret som sådant). Vi er av den oppfatning at de habile styremedlemmene er de som er mest kompetente til å avgi uttalelsen på vegne av selskapet. Vi presiserer for ordens skyld at uttalelsen uansett skal inneholde styremedlemmenes og daglig leders eventuelle standpunkt til tilbudet i egenskap av aksjeeiere i selskapet.

Børsen har på dette grunnlag og med hjemmel i verdipapirhandelloven § 4-16 fjerde ledd besluttet at Polar Holding ASAs uttalelse om tilbudet skal avgis av styrets formann Haakon Blaauw og styremedlem Dag Arnesen. Det forutsettes at det ikke er noen forhold som medfører at disse to er inhabile til å avgi uttalelsen.

Børsen ber dessuten disse styremedlemmene vurdere å ta kontakt med analytikere eller annen ekspertise for å innhente og vise til en uavhengig vurdering som kan gi veiledning for aksjonærene.

## 7. Medlemskap, medlemmers opptreden, handelsregler

### **Atlantic Securities ASA – brudd på god forretningsskikk i unoterte verdipapirer (Protokollutskrift fra børsstyrets møte 23.05.00)**

Saken gjelder spørsmål om sanksjoner overfor Atlantic Securities ASA (Atlantic) på grunn av brudd på

C:\JASS\TEMP\58027.DOC



verdipapirhandellovens regler om egenhandel og informasjon til kunder i forbindelse med handel i unoterte aksjer.

## **I. Sakens bakgrunn**

Ved vedtak av 3. mai 2000 traff Kredittilsynet følgende vedtak:

*”Kredittilsynet tilbakekaller med hjemmel i verdipapirhandelloven § 12-5 nr 4 Atlantic Securities ASAs tillatelse til å yte investeringstjenester etter verdipapirhandelloven § 7-1 første ledd, jf § 1-2 første ledd nr 2 ”omsetning av finansielle instrumenter for egen regning”.*

*Avviklingen av investeringstjenestevirksomheten som nevnt i vedtakets punkt 1, må skje innen 8. mai 2000.*

*Kredittilsynets vedtak kan påklages til Finansdepartementet....”*

*Vedtaket har sin bakgrunn i forhold blant annet avdekket ved Kredittilsynets stedlige tilsyn i 11. februar 2000. Forholdene er nærmere beskrevet i Kredittilsynets vedtak, og kan kort oppsummeres slik:*

*I perioden fra 15. oktober til 18. november 1999 solgte Atlantic ved fire anledninger aksjer i det ikke-børsnoterte selskapet Dolphin Interconnect Solutions Inc. (Dolphin) til sine kunder, og unnlot ved disse salgene å sørge for at kundene fikk ”beste pris”. Foretaket hadde kjøpt aksjer fra et utenlandsk verdipapirforetak på egen bok og videresolgt disse til norske investorer etter kort tid med fortjeneste på 200 og 500 prosent. Dette representerer i følge Kredittilsynet et grovt brudd på vphl § 9-2 fjerde ledd. Dessuten brøt foretaket i følge Kredittilsynet ved flere av disse anledningene det situasjonsbestemte forbudet mot egenhandel når foretaket kan oppnå bedre betingelser for kunden i markedet på samme tidspunkt, jf vphl § 9-3 annet ledd.*

*I begrunnelsen for vedtaket pekes også på at foretaket i samme periode, den 3. desember 1999, utga en analyse av Dolphin med kjøpsanbefaling. I anbefalingen ble det blant annet opplyst at antatt naturlig pris i kort perspektiv var kr 40 – USD 5. Høyeste kurs ble oppgitt til USD 11,9, tilsvarende kr 94,80, og laveste til USD 3, tilsvarende kr 24.*

*Kredittilsynet kritiserer i den forbindelse Atlantic for unnlatelse av å opplyse konkret om foretakets egne interesser i aksjen i analysen, at laveste estimerte kurs, USD 3, var egnet til å villede markedet, det vises bl annet til at de foregående 7 ukene hadde Atlantic kjøpt betydelige poster til sjettedelen av denne kursen og solgt aksjer til USD 1,50, at opplysningene angitt som høyeste estimerte kurs, USD 11,9 var mangelfulle, og at det burde vært opplyst at høyeste omsetningskurs frem til utgivelsen av analysen hadde vært kr 32, altså en tredjedel av estimatet på USD 11,9.*

*Analysen ble offentliggjort like etter at foretaket hadde omsatt aksjen til en kurs som lå langt under den kurs som ifølge analysen var en ”naturlig markedskurs”. Like etter utgivelsen av analysen steg kursen til over anbefalt nivå. Det konkluderes med at analysen fremtrer som et redskap Atlantic brukte for å løfte aksjekursen og øke foretakets gevinst. Dette var i følge Kredittilsynet i seg selv villedelse av markedet og i strid med god forretningsikk.*

*Det er salgene til kunder i strid med prinsippet om ”beste pris” nedfelt i vphl § 9-2 fjerde ledd og forbudet mot egenhandel nedfelt i § 9-3 annet ledd, som begrunner konsesjonsinndragelsen. Det opplyses at analysen og de lovbrudd denne representerer kommer i tillegg, men ikke har vært avgjørende for konsesjonsspørsmålet.*

*Det vises for øvrig til Kredittilsynets vedtak med begrunnelse (vedlegg 1).*

*Foretaket har opplyst at det ikke vil påklage Kredittilsynets vedtak.*

... ..

## **5. Børsens vurdering**

Børsstyret kan bringe medlemskapet til opphør for et børsmedlem som "opptrer i strid med lov eller forskrifter ... eller for øvrig opptrer i strid med god forretningsskikk eller på annen måte viser seg uskikket som børsmedlem", jf børsloven § 3-2 annet ledd. Vilkårene må suppleres med alminnelige forvaltningsrettslige prinsipper, blant annet krav om at vedtaket må være nødvendig for å ivareta børsens behov og ikke være uforholdsmessig tyngende.

I det følgende inneholder pkt 5.1 en vurdering av Atlantics forhold. I pkt 5.2 vurderes generelt om børsloven § 3-2 annet ledd er begrenset til forhold begått under utøvelsen av børsmedlemskapet, mens det i pkt 5.3 spesielt vurderes hva som vil være hensiktsmessig reaksjon.

#### 5. 1 Atlantics forhold – lovstridig handling eller på annen måte viser seg uskikket

-----

#### 5.2 Omfatter børsloven § 3-2 annet ledd forhold utenfor børsmedlemskapet?

De avdekkede forhold gjelder alle egenhandel i uoterte aksjer. Forholdene er altså ikke begått under utøvelse av børsmedlemskapet eller i umiddelbar tilknytning til det. Børsen har i sin overvåkingen heller ikke hatt innsigelser mot foretakets opptreden på børsen. Spørsmålet er om børsloven § 3-2 annet ledd kan anvendes hvor de utløsende forhold ikke har direkte tilknytning til foretakets børsmedlemskap.

Inndragning av børsmedlemskap er et inngripende vedtak overfor privatpersoner. I rettspraksis stilles strenge krav til hjemmelen for inngripende forvaltningsvedtak. Dette er blant annet kommet til uttrykk i Rt 1998 s 929 om Råfisklagets hjemmel for midlertidig tilbaketrekning av en fiskeforedlingsbedrifts kjøpergodkjennelse. Høyesterett uttalte der at hjemmelen må være "rimelig klar". Det kan neppe være krav om at hjemmelen må være uomtvistelig, slik foretaket synes å legge til grunn.

Foretaket gjør gjeldende at ordlyden i § 3-2 annet ledd "vist seg uskikket som børsmedlem" støttet av forarbeidene, ikke gir børsen hjemmel til å benytte en så vidt inngripende sanksjon som opphør av medlemskapet. Det er vist til at saken gjelder forhold som ligger utenfor børsens tilsynsmyndighet. Uansett mener foretaket at børsloven § 3-2 annet ledd ikke fyller de kravet til lovhjemmelens klarhet som i i praksis kreves.

Spørsmålet er om "viser seg uskikket som børsmedlem" må forstås slik at forholdet må være utført i sammenheng med børsmedlemskapet.

Etter børsens vurdering tilsier en naturlig forståelse av ordlyden at den sikter til forhold som har betydning for børsmedlemskapet selv om ordlyden ikke er helt entydig. Ordlyden er etter børsens vurdering altså ikke begrenset til å angå overtredelser begått under utøvelse av eller direkte tilknytning til børsmedlemskapet, eller til forhold som faller innenfor børsens alminnelige tilsynsfunksjon.

Det er heller intet i forarbeidene til § 3-2 annet ledd som tyder på noen slik begrensning som angitt av foretaket, selv om problemstillingen ikke kan ses uttrykkelig behandlet. Det vises til Ot prp nr 83 (1986-87) s 99 hvor det bl a heter:

"Det vil være opp til børsstyrets skjønn om børsmedlemskapet skal opphøre dersom vilkårene er oppfylt. Forhold som kan føre til oppsigelse av børsmedlemskap kan være at fondsmeglerforetaket formidler transaksjoner basert på ulovlig innsidehandel, eller at foretaket driver ulovlig egenhandel. "

Forarbeidenes eksempler er generelle, og ikke begrenset til å gjelde forhold begått som del av børshandelen.

De referanser foretaket har nevnt er etter børsens vurdering av så generell art at de ikke har særlig vekt i denne sammenheng.

En sammenligning med andre sanksjonshjemler i børsloven og børsforskriften støtter også børsens forståelse. Eksempelvis er børsens hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr i motsetning til § 3-2 annet ledd begrenset til å gjelde "brudd på denne lov eller børsforskriftene", jf børsloven § 6-3.

*Det vises også til at søknad om børsmedlemskap kan nektes "dersom foretaket, dets ansatte eller tillitsvalgte eller foretakets eiere har opptrådt i strid med lov, forskrifter eller øvrig regelverk for handel med eller tegning av finansielle instrumenter, eller for øvrig i strid med god forretningsskikk", jf børsforskriften § 11-1 femte ledd. Tilsvarende regel gjelder for godkjenning av børsrepresentant, jf § 11-4 sjette ledd. I denne sammenhengen er det opplagt at børsens hjemmel ikke kan være begrenset til forhold med tilknytning til børsen fordi foretaket eller representanten vanligvis ikke har hatt noe forhold til børsen. Det har formodningen mot seg at slike overtredelser skulle være irrelevante når foretaket er blitt børsmedlem.*

*I Bergo, Børs- og verdipapirrett, Oslo 1998 s 236 heter det:*

*"Det kan tenkes at Kredittilsynet kun vil trekke tilbake tillatelsen for visse investeringstjenester, som for eksempel tilrettelegging og andre rådgivningstjenester i forbindelse med emisjoner. Skal børsen trekke tilbake børsmedlemskapet, som kun har betydning for annenhåndsomsetningen, må dette i utgangspunktet være begrunnet i at det også er fare for at denne delen av virksomheten ikke utøves på en forsvarlig måte."*

*Det er også sterke reelle hensyn som tilsier at børsen skal kunne reagere dersom enkeltforetak i medlemskretsen begår forhold som tyder på en ikke-akseptabel etisk standard. Børsen og meglerne er begge nødvendige deler av samme markedsplass. Markedsaktørenes vurdering av markedet bygger gjerne på den samlede vurdering av disse. Med den snevre tolkning som foretaket legger til grunn, ville børsen ikke kunne oppheve medlemskap for foretak som driver notorisk innsidehandel eller bedrar kunder i det unoterte markedet.*

*Børsens behov for en slik hjemmel kan særlig være relevant overfor utenlandske børsmedlemmer hjemmehørende i land hvor tilsynsmyndighetene sjelden eller aldri trekker tilbake konsesjoner. Det vises til at børsen med EØS-avtalen er forpliktet til å akseptere verdipapirforetak fra EØS-området når de har konsesjon fra sine hjemlands myndigheter og rett til å drive grenseoverskridende virksomhet.*

*Børsen kan naturligvis inndra et børsmedlemskap når foretaket er konkurs, selv om tilsynet med verdipapirforetaks soliditet i utgangspunktet tilligger Kredittilsynet. Dette er også gjort i praksis (NOKA Securities A/S mai 1997).*

*Etter børsens vurdering er det således feilaktig når parten mener børsens myndighet er begrenset til de forhold som er underlagt kjerneområdet av børsens tilsynoppgaver. For øvrig vises til at børsen etter børsloven § 1-5 skal medvirke i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen.*

*Børsen har i praksis også påpekt børsmedlemmers manglende håndtering av interessekonflikter mellom analyser og tilretteleggeroppdrag som brudd på god børs-skikk, jf uttalelse om dette i NOU 1999:3 s 91 og eksempel inntatt i materialsamling for børsrettsdagene 1995. Dertil har børsen gitt advarsel etter børsloven § 3-2 annet ledd overfor medlemmer som har medvirket i brudd på verdipapirhandelens regler om prospektkontroll, jf eksempler nevnt nedenfor. Børsen har altså ansett § 3-2 annet ledd for dekke forhold av betydning for børsmedlemmenes alminnelige verdipapiretiske standard.*

*Det vises også til at det ikke er uvanlig innenfor andre rettsområder at tillatelser m v inndras eller påvirkes av overtredelser begått uten direkte tilknytning til det forhold tillatelsen gjelder.*

*Børsen anser etter dette som rimelig klart at også overtredelser begått i unoterte verdipapirer, men under utøvelsen av konsesjonsbelagte investeringstjenester, kan tjene som grunnlag for suspensjon, opphør av børsmedlemskap eller advarsel.*

*Det vises også til Ot prp nr 83 (1986-87) om lov om verdipapirbørs der det på s 99 heter:*

*[...]*

*Selv om tilsynsmyndigheten ikke finner tilstrekkelig grunn til å trekke fondsmeglerbevillingen tilbake, kan børsstyret likevel komme til at vedkommende fondsmeglerforetak ikke lenger bør delta i kursnoteringene utfra særlige børsmessige hensyn."*

*Børsen finner det også klart at arbeidsdelingen med Kredittilsynet ikke hindrer børsen i å treffe tiltak det mener er nødvendig ut fra hensynet til børsens tillit og konkurransesituasjon. For det første er ikke samarbeidsavtalen til hinder for at begge institusjoner sanksjonerer samme forhold. Tvert i mot sier*

avtalen at det rutinemessig skal vurderes om sanksjoner gitt av det ene organ også skal medføre sanksjoner hos det annet, jf avtalens pkt 4.2.3. Børsen har også konsultert Kredittilsynet muntlig om deres syn på at børsen eventuelt skulle treffe vedtak om opphør av medlemskapet, uten at det fremkom innsigelser. For det tredje er ikke samarbeidsavtalen av en slik karakter at den kan påberopes av foretaket.

*Hensiktsmessig reaksjon*

*Det er børsens oppfatning at Atlantics forhold tilsier en bestemt reaksjon.*

*Kredittilsynet har karakterisert forholdet som alvorlig, som også er et vilkår for tilbaketrekking av konsesjon. I Kredittilsynets begrunnelse heter det bl a:*

*”Sjøl om transaksjonene bare er i Dolphin-aksjen og over et begrenset tidsom, utgjør de en vesentlig del av foretakets totale egenhandel i perioden, og hoveddelen av foretakets totale inntjening i 1999. Transaksjonene må derfor betraktes som en vesentlig del av foretakets virksomhet det siste året og ikke et enkeltstående tilfelle”.*

*Videre heter det:*

*”Etter Kredittilsynets oppfatning er Atlantics manglende evne og vilje til å sette kundens interesser foran foretakets interesser et spørsmål om holdninger til fundamentale normer for god forretningsskikk.”*

*Kredittilsynet vurderte å trekke samtlige konsesjoner tilbake, men har begrenset konsesjonsinndragelsen til egenhandel. Foretaket har fortsatt konsesjon til å drive mottak og formidling av ordre på vegne av investor (verdipapirhandelloven § 1-2 nr 1). Foretaket har altså fortsatt den konsesjon som er nødvendig for børsmedlemskapet. Som det fremgår av sitatet fra forarbeidene ovenfor er ikke børsen bundet av at Kredittilsynet ikke har funnet grunn til å trekke konsesjonen for annenhåndsomsetning.*

*Spørsmålet blir da om de forhold som ligger til grunn for Kredittilsynets vedtak, er av en slik karakter og alvorlighet at det kan tjene som grunnlag for inndragelse av medlemskapet.*

*De forhold saken gjelder er knyttet til virksomhet som er nært beslektet med den type virksomhet foretaket yter overfor kunder i børsmarkedet. Den gjelder grunnleggende prinsipper for verdipapirhandel og kundebehandling. At foretaket har begått så vidt grove overtreidelser at det mister sin tillatelse på ett område, gir derfor grunn til å vurdere foretakets skikkethet innenfor beslektede områder.*

*Børsmedlemskap krever en særlig skikkethet blant annet fordi børsandel innebærer automatisk slutning av handel uten at motparten kan reservere seg mot å handle med medlemmer den ikke har tillit til. Riktignok sørger oppgjørs- og garantisystemet for at handelen går sin gang, men andre medlemmer risikerer å bli del i handler de ikke ønsker. Om børsmedlemmer som har begått alvorlige brudd på verdipapirhandelloven fortsatt deltar i børsandelen, vil markedsaktørene få mindre tillit til børsen som markeds plass. Dette vil i neste omgang kunne redusere tilgangen på kapital, til skade for investorer, børsnoterte utstedere og børsmedlemmer.*

*Det norske verdipapirmarkedet er kritisert av mange investorer for å holde en lavere standard enn andre europeiske markeder som konkurrerer om de samme investorenes kapital. Om børsen ikke bestemt viser hva som uakseptabel standard for aktører som opptrer på børsen, vil dette kunne være et uheldig signal om at slik opptreden anses som akseptabelt på børsen.*

*Børsen har i sin praksis ikke trukket tilbake medlemskap i andre tilfeller enn konkurs (Noka Securities A/S mai 1997) og hvor konsesjon for megling er inndratt (Fondspartner – sak 203/99). I praksis har man heller ikke stått overfor tilsvarende situasjon som det foreliggende tilfelle. Det er ikke eksempler på at Kredittilsynet, etter at det nye konsesjonssystemet ble innført, har trukket tilbake andre delkonsesjoner enn megling, uten at foretaket selv har meldt opphør av børsmedlemskapet. Dette skjedde i 1997 med Platou Securities ASA hvor foretaket nedla hele virksomheten etter at Kredittilsynet hadde trukket tilbake konsesjonen for tilretteleggervirksomhet. Børsen var i forkant av Kredittilsynets avgjørelse kjent*

med de forhold som førte til at Kredittilsynet igangsatte undersøkelser i saken.

Børsstyret har med hjemmel i børsloven § 3-2 annet ledd gitt advarsel til foretak som i forbindelse med tilretteleggervirksomhet ulovlig omgikk forbudet i verdipapirhandelloven § 5-1 mot å rette tilbud om tegning uten prospekt til flere enn 50 personer (Pareto Fonds AS og Fearnley Fonds AS begge i 1997). Forholdet er sammenlignbart med det foreliggende ved at det gjelder lovbrudd begått uavhengig av børsmedlemskapet, men er av langt mindre alvorlighetsgrad enn Atlantics forhold.

Børsen har også ilagt overtredelsesgebyrer overfor børsmedlemmer for brudd på rapporteringsregler på mellom 50.000 og 500.000 kroner (SPN Fonds a.s 1991, Oslo Securities 1992, Pre Fonds 1992, Fearnley AS 1994, Alfred Berg AS 1995) og for bruk av handelssystem uten tilsyn av godkjent handelsrepresentant (Uni Bank AS 1998 og Garde ASA 1999). Disse sakene gjelder overtredelse av objektivt klare børsregler, men av langt mindre alvorlighetsgrad enn den foreliggende saken.

Overtredelsesgebyr er en mildere form for sanksjon enn opphør, men kan bare anvendes ved brudd på børsloven eller børsforskriften. I denne saken som gjelder brudd på verdipapirhandelloven og generell skikkethet for børsmedlemskap er det ikke hjemmel for å ilegge overtredelsesgebyr.

Om suspensjon og advarsel heter det i Ot prp nr 83 (1986-87):

"Suspensjon av børsmedlemskapet vil være aktuelt dersom styret ønsker å foreta undersøkelser, mens advarsel vil kunne benyttes dersom børsstyret mener opphør eller suspensjon av medlemskap er en uegnet eller for streng reaksjon."

Bergo skriver om opphør, suspensjon og advarsel (s. 230):

"De ovennevnte virkemidlene har i liten grad blitt benyttet, det er imidlertid enkelte megleransatte som i det stille har fått en fryseboksperiode i London eller andre steder når iveren har blitt litt for stor. Børsen har imidlertid ikke brukt "børssete" som et særskilt "kvalitetsstempel" for verdipapirforetak. Dette har i praksis medført at alle meglerforetak som ikke Kredittilsynet (tidligere Finansdepartementet) eller skifteretten stoppet, også fikk fortsette på børs."

Flertallet i børsstyret har funnet at opphør av medlemskapet vil være en uforholdsmessig streng reaksjon. Det er da lagt vekt på at overtredelsen er begått i unoterte verdipapirer, at foretaket har iverksatt rutiner for forbedring og reorganisering, og at tilsvarende overtredelse ikke vil kunne finne sted i børsnoterte verdipapirer. Etter flertallets vurdering ville det likevel vært tilstrekkelig grunn til å inndra børsmedlemskapet om Atlantics brudd på god forretningsskikk var begått i tilknytning til børsmedlemskapet.

Et mindretall i børsstyret, styrets leder Harald Norvik og medlemmene Kristin Normann Aarum og Jarle Bergo, mener at forholdet er så vidt alvorlig at inndragelse av børsmedlemskapet vil være en nødvendig reaksjon. Disse medlemmer mener at en advarsel har begrenset allmennpreventiv virkning. I mangel av tilstrekkelig flertall slutter disse medlemmer seg til den advarsel som gis nedenfor.

Børsstyret er etter dette kommet til at foretaket skal gis en kraftig advarsel. Børsen ser alvorlig på at børsmedlemmer bryter grunnleggende lovbestemmelser og standarder for god forretningsskikk, også når dette gjøres i ikke-børsnoterte verdipapirer. For børsen er det av stor betydning at medlemskretsen i – og utenfor børsdelen opptrer innenfor de etiske krav investorer har grunn til å forvente.

Børsen vil følge opp de tiltak rundt foretakets organisering og etablering av rutiner som er varslet. Dersom det påny skulle avdekkes forhold som tilsier at foretaket ikke har en slik etisk standard som må forventes av børsmedlemmer, vil denne advarselen gjøre at opphør av medlemskapet raskere vil vurderes enn normalt. Børsen vil også kunne ta medlemskapet opp til ny vurdering dersom det skulle avdekkes sider ved de foreliggende forhold, som øker sakens alvor eller betydning for børsmedlemskapet.

#### Vedtak

"Atlantic Securities ASA gis med hjemmel i børsloven § 3-2 annet ledd en kraftig advarsel for brudd på god forretningsskikk i forbindelse med egenhandel i noterte verdipapirer.

Foretaket skal holde børsen løpende orientert om de tiltak som videre iverksettes med å skifte ut ledelse og implementere nye rutiner for å unngå nye overtredelser.

Vedtaket kan ikke påklages."

### **First Securities ASA – brudd på rapporteringsplikten for avtalte omsetninger**(Protokollutskrift fra børsstyrets møte 23.05.00)

Hele saken er inntatt i Oslo Børs - Vedtak og Sirkulærer nr 7/2000

#### **1. Bakgrunn**

Saken gjelder børsmedlemmet First Securities ASA's ("First Securities" eller "børsmedlemmet") overtredelse av Handelsregler for egenkapitalinstrumenter versjon 5.0 ("handelsreglene") pkt. 8.1.3 den 17.03.2000, ved for sen registrering av avtalt omsetning.

#### **2. Nærmere om sakens faktum**

Den 17.03.00 klokken 10:03:02 bekreftet First Securities i handelssystemet for egenkapitalinstrumenter ("handelssystemet") en avtalt omsetning foretatt utenfor børsens åpningstid. Omsetningen gjaldt salg av 1.000 aksjer i Eltek ASA til kurs NOK 123. I henhold til gjeldende handelsregler pkt. 8.1.3 er omsetningen bekreftet 13 minutter for sent.

First Securities har også ved fire tidligere anledninger overtrådt samme bestemmelse. Oslo Børs har i alle disse tilfellene tatt opp forholdet skriftlig med børsmedlemmet og anmodet dem om å innskjerpe rutinene. De aktuelle forholdene kan oppsummeres slik:

- Den 13.01.2000, i tidsrommet 09:51:15 – 09:57:12, registrerte børsmedlemmet fire avtalte omsetninger foretatt utenfor børsens åpningstid. Omsetningene ble registrert opp til 17 minutter for sent i henhold til daværende handelsregler. Omsetningene gjaldt interne omsetninger på henholdsvis 30.000 aksjer i Orkla ASA, 200.000 aksjer i Braathens ASA, 5.000 aksjer i Norsk Hydro ASA og 10.000 aksjer i Petroleum Geo-Service ASA.
- Den 14.02.2000, klokken 09:56:45, 09:56:56 og 09:57:22, registrerte børsmedlemmet tre avtalte omsetninger foretatt utenfor børsens åpningstid. Omsetningene ble registrert hhv. 16, 16 og 17 minutter for sent i henhold til daværende handelsregler. Omsetningene gjaldt interne omsetninger på til sammen 181.500 aksjer i Petroleum Geo-Service ASA.
- Den 15.02.2000, i tidsrommet 10:01:05 – 10:03:01, registrerte børsmedlemmet syv avtalte omsetninger foretatt utenfor børsens åpningstid. Omsetningene ble registrert opp til 23 minutter for sent i henhold til daværende handelsregler. Omsetningene gjaldt alle interne omsetninger på til sammen 40.800 aksjer i Royal Caribbean Cruises.
- Den 23.02.2000, klokken 10:13:40, registrerte børsmedlemmet én avtalt omsetning foretatt utenfor børsens åpningstid 23 minutter for sent i henhold til gjeldende handelsregler. Dette var en omsetning som gjaldt salg av 10.000 aksjer i Industrifinans Boligeiendom ASA.

#### **3. Saksbehandlingen**

----

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

Børsloven § 4-6 første ledd første punktum lyder som følger:

"Kursnoteringen skal skje etter utfyllende regler fastsatt av børsstyret"

Samme bestemmelse fremgår av børsforskriften § 13-2 første ledd første punktum.

Børsforskriften § 12-5 fastslår et børsmedlems rapporteringsplikt til børsen:

"Børsmedlemmet plikter å rapportere til børsen alle handler i finansielle instrumenter notert på børsen etter nærmere regler fastsatt av børsstyret."

De nærmere reglene følger av handelsreglene kap. 8 – ”Registrering og bekreftelse av avtalte omsetninger”.

Av pkt. 8.1 fremgår:

”Et børsmedlem skal registrere alle avtaler om kjøp eller salg for egen eller oppdragsgivers regning i handelssystemet. Kjøp eller salg som ikke utføres på vegne av en bestemt oppdragsgiver på avtaletidspunktet, anses som kjøp eller salg for børsmedlemmets egen regning.”

På hvilket tidspunkt registrering og bekreftelse av avtalte omsetninger skal skje i handelssystemet er regulert i handelsreglenes pkt 8.1.3 første ledd:

”Omsetninger som er avtalt i Oslo Børs åpningstid skal være registrert og bekreftet så snart som mulig og senest innen fem minutter etter at avtalen er inngått. Omsetninger som er avtalt utenfor Oslo Børs åpningstid skal være registrert og bekreftet i løpet av de første 35 minutter av perioden før-børs førstkommende børsdag.”

Pkt. 8.1.3 ble endret med bindende virkning fra 21.02.2000 ved brev til alle børsmedlemmer den 10.02.2000. Den formelle vedtagelse av endringen ble foretatt av Børsstyret den 14.03.2000.

Endringen bestod i en utvidelse av før-børs perioden med tilhørende utvidelse av perioden for registrering og bekreftelse av avtalte omsetninger foretatt utenfor børsens åpningstid. Tidligere var sistnevnte periode kun på 10 minutter, fra kl. 0930 til kl. 0940. Ved endringen ble denne perioden utvidet til 35 minutter, fra kl. 0915 til kl. 0950. Endringen ble innført som en konsekvens av kommentarer fra noen børsmedlemmer etter en forespørsel fra Oslo Børs om børsmedlemmenes muligheter for å overholde bestemmelsen.

- - -

## 8. Vedtak

Børsstyret fattet følgende vedtak:

”Børsstyret vedtok å ilegge First Securities ASA overtredelsesgebyr på NOK 100.000 – kronerhundretusen -, jfr. børsforskriften § 25-8, for brudd på Handelsreglene for egenkapitalinstrumenter pkt. 8.1.3.

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

## 8. Inside – handleforbud

**NCL - søknad om unntak fra handleforbud etter verdipapirhandelloven § 2-3 siste ledd**  
(brev av 13.01.00)

### 1. Søknaden

Det vises til brev av 12. januar 2000 hvor det på vegne av Siem Industries Inc., Periscopius AS, Mosvold Farsund AS, Geir Aune og Hans Golteus søkes om dispensasjon for utstedelse av opsjoner på kjøp av til sammen 26.618.190 aksjer i NCL Holding ASA (NCL) som disse eier. Det er forventet at NCL vil offentliggjøre forslag til årsregnskap mandag 31. januar 2000, og salget er derfor betinget av at det gis slik dispensasjon.

Søknaden er sendt på vegne av følgende selskaper og personer:

1. Siem Industries Inc. som er et selskap kontrollert 100% av Kristian Siem
2. Periscopius AS som er et selskap kontrollert 100% av Trygve Hegnar
3. Mosvold Farsund AS som er et selskap kontrollert 100% av Terje Mikalsen
4. Geir Aune
5. Hans Golteus

Alle ovenfor nevnte personer sitter i styret i NCL, og er således omfattet av handleforbudet i verdipapirhandelloven § 2-3.

Bakgrunnen for søknad om unntak er Star Cruises Plc og Arras Limited pliktige tilbud på NOK 35,- på alle aksjene i NCL. Det fremkommer i søknaden at :

”Begrunnelsen for at primærinnsidere har ønsket å inngå opsjonsavtale med Kistefos AS er for å tilrettelegge for at Star Cruises eller andre mulige interessenter kan være villige til å høyne budet på NOK 35,- pr. aksje”

Avtalen om utstedelse av opsjonene er betinget av at det gis unntak fra handleforbudet, jfr. flaggemelding datert 11. januar 2000, og bekreftelse fra Kistefos AS' advokat Carl Hambro av 12. januar 2000.

Oslo Børs har mottatt brev fra advokatfirmaet BA-HR hvor det på vegne av Star Cruises Plc og Arrasas Limited gjøres innsigelser mot at dispensasjon gis for å kunne utstede opsjonene, og argumenteres for at slikt unntak kun bør gis primærinnsiderne slik at de kan akseptere det pliktige tilbudet.

## **2. Rettslig utgangspunkt**

Verdipapirhandelloven § 2-3 lyder:

«Personer som nevnt i § 2-1 annet ledd kan ikke foreta tegning, kjøp, salg eller bytte av børsnoterte finansielle instrumenter utstedt av det foretaket de er tilknyttet i tidsrommet to måneder før offentliggjøring av styrets forslag til utsteders årsoppgjør eller to måneder før foreløpig årsoppgjør dersom dette offentliggjøres tidligere. Slike disposisjoner kan heller ikke foretas i tidsrommet en måned før offentliggjøring av utsteders delårsrapport.

Forbudet i første ledd gjelder tilsvarende for rettigheter nevnt i § 2-1 første ledd annet punktum. Forbudet er ikke til hinder for salg av tegningsretter i forbindelse med kapitalforhøyelse, eller normal utøvelse av tidligere inngått opsjon- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp.

Børsen kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra denne bestemmelsen.»

Det følger av verdipapirhandelloven § 2-1 1. ledd annet punktum at følgende disposisjoner også omfattes av handleforbudet:

”Tilsvarende gjelder inngåelse, kjøp, salg eller bytte av opsjon- eller terminkontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til slike finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner”

## **3. Oslo Børs' merknader**

Av opsjonene som er utstedt, er 24.938.025 utstedt av selskaper som er 100% kontrollert av primærinnsidere, henholdsvis Kristian Siem, Trygve Hegnar og Terje Mikalsen. Transaksjonene er således foretatt av primærinnsidere i de respektive selskaps navn og for de respektive selskaps 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 Siem Industries Inc., Periscopius AS, og Mosvold Farsund AS 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.»*

*Dersom det er fremsatt et oppkjøpstilbud på et børsnotert selskap, vil normalt prissettingen av aksjene i selskapet være diktert av oppkjøpstilbudet. Aksjonærene i selskapet kan normalt søke å påvirke oppkjøpstilbudet gjennom aksjehandler, enten for å forhindre overtagelse eller for å påvirke tilbudsprisen. Dette er en naturlig konsekvens av markedskreftene, og et element i det å være børsnotert. Dersom primærinnsidere er forhindret fra deltagelse i dette, vil disse mekanismene kunne fungere dårligere, og primærinnsidernes muligheter til påvirkning reduseres vesentlig.*

*Det fremgår av søknaden at hensikten bak inngåelsen av opsjonsavtalen mellom primærinnsidene er å søke å få et høyere bud på aksjene i NCL. Det er i den sammenheng ikke avgjørende hvem opsjonene er utstedt til, hvilke hensikter opsjonsinnehaveren har dersom aksjene erverves, eller om primærinnsidene får del i et eventuelt høyere bud. Det som er viktig er imidlertid at forbudet i verdipapirhandelloven §2-3 – som er et objektivt forbud uavhengig av om primærinnsidere faktisk har innsideinformasjon – ikke bør hindre en ellers lovlig posisjonering i forhold til en oppkjøpssituasjon.*

*Etter børsens praksis vil primærinnsidere normalt få dispensasjon fra handleforbudet dersom de ønsker å akseptere et pliktig eller frivillig tilbud. På den bakgrunn synes det også naturlig at det gis unntak for å disponere over aksjene på annen måte som er foranlediget av tilbudet.*

*Oslo Børs har hatt til behandling en tilsvarende sak hvor en primærinnsider ønsket å posisjonere seg i forhold til et oppkjøpstilbud i en handleforbudsperiode. Det ble i dette tilfellet gitt unntak fra forbudet i verdipapirhandelloven § 2-3, og primærinnsideren hadde således anledning til å kjøpe aksjer i selskapet for å kunne påvirke oppkjøpssituasjonen.*

*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 i medhold av verdipapirhandelloven § 2-3 tredje ledd unntak fra handleforbudet i § 2-3 første ledd slik at Siem Industries Inc., Periscopius AS, Mosvold Farsund AS, Geir Aune og Hans Golteus kan utstede opsjoner på kjøp av NCL aksjer forut for offentliggjøring av forslag til årsregnskap.*

*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, forbudet mot urimelige forretningsmetoder i verdipapirhandelloven § 2-5, forbudet mot kursmanipulering i verdipapirhandelloven § 2-6 eller meldeplikten i henhold til verdipapirhandelloven § 3-1.*

#### **SRG - kapitalforhøyelse garantikonsortiets tegning (brev av 31.01.00)**

*I forbindelse med en kapitalforhøyelse i Scandinavian Retail Group ("SRG"), har enkelte primærinnsidere deltatt i et garantikonsortium. Garantiaftalen med primærinnsidene ble undertegnet i desember 1999. Tegningsperioden i kapitalforhøyelsen vil være fra og med 3. februar til og med 17. februar 2000. Foreløpig årsoppgjør for SRG er planlagt offentliggjort 1. mars 2000. En eventuell utløsning av garantiforpliktelsen vil bli meddelt garantistene senest fire dager etter utløpet av tegningsperioden, og garantien bortfaller senest 29. februar 2000. Dersom garantiforpliktelsen aktualiseres, vil det skje i en handleforbudsperiode. Det er på denne bakgrunn reist spørsmål ved om den eventuelle tegning primærinnsidene foretar i henhold til garantiaftalen er omfattet av forbudet mot*

tegning i verdipapirhandelloven § 2-3.

Det følger av verdipapirhandelloven § 2-3 at primærinnsidere ikke har anledning til å foreta "tegning, kjøp, salg eller bytte av børsnoterte finansielle instrumenter utstedt av det foretak de er tilknyttet" i en periode på to måneder forut for offentliggjøring av selskapets årsregnskap. Det er imidlertid i henhold til § 2-3 andre ledd gjort unntak for normal utøvelse av "tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp".

Garantiavtalen med primærinnsidere i SRG pålegger garantistene en ubetinget plikt til å tegne aksjer som ikke tegnes av øvrige aksjonærer. En situasjon der primærinnsidene selv ikke kan påvirke om han eller hun blir forpliktet til å tegne aksjer ved en kapitalforhøyelse, har etter Oslo Børs' oppfatning store likhetsstrekk med innløsning av en termin. Selve forpliktelsen til å tegne aksjer i kapitalforhøyelsen oppstod ved undertegning av garantiavtalen – og en eventuell tegning i henhold til garantiavtalen er således å sammenligne med en normal utøvelse av en tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp. Oslo Børs ser ingen grunn til at en utløsning av garantiforpliktelse skal behandles ulikt med utøvelse av terminer og opsjoner. Omgåelseshensyn taler også for at utløsning av garantiforpliktelser faller inn under unntaket i verdipapirhandelloven § 2-3 andre ledd.

På denne bakgrunn er Oslo Børs av den oppfatning at primærinnsidene tegning i kapitalforhøyelsen i SRG vil være omfattet av unntaket i verdipapirhandelloven § 2-3 andre ledd og således ikke forbudt.

**Dispensasjon fra handleforbudet i verdipapirhandelloven § 2-3 fortrinnsrett (brev av 06.07.2000)**

Søknaden gjelder samtlige av primærinnsidene i SFJ. Uten en slik dispensasjon vil disse være avskåret fra å delta i den pågående fortrinnsrettsmisjonen i selskapet. Vi forstår det slik at søknaden gjelder retten til å tegne seg i emisjonen generelt, uavhengig av om tegning skjer i tilknytning til tildelte tegningsretter eller ikke.

Oslo Børs gir i medhold av vphl § 2-3 tredje ledd dispensasjon fra handleforbudet i vphl § 2-3 første ledd for primærinnsidere i SFJ i den utstrekning de som aksjonærer har fortrinnsrett til tegning i emisjonen i medhold av allmennaksjeloven. I tråd med børsens praksis gis ikke dispensasjon for tegning ut over dette.

For ordens skyld gjøres oppmerksom på at dispensasjon ikke gis eller kan gis for så vidt gjelder andre forbud og plikter knyttet til aksept av tilbudet, herunder forbud mot misbruk av fortrolige, kursensitive opplysninger i vphl § 2-1 første ledd; undersøkelses-plikten etter vphl § 2-1 annet ledd; eller meldeplikten etter vphl § 3-1.

**Søknad om dispensasjon fra det periodiske handleforbudet – overdragelse til heleiet selskap (telefaks av 08.12.00)**

Vi viser til Deres telefax av i går vedrørende søknad om dispensasjon fra handleforbudet i verdipapirhandelloven § 2-3 i forbindelse med at De ønsker å overføre 25.000 grunnfondsbevis i Sparebanken Pluss til et aksjeselskap som eies 100% av Dem Selv.

Kredittilsynet har tidligere lagt til grunn av 100%-eide selskaper skal identifiseres med primærinnsidere. Dersom slik identifikasjon ikke skal kunne foretas, vil det periodiske handleforbudet i vphl. § 2-3 kunne fremstå som helt illusorisk.

Konsekvensen av at primærinnsidere identifiseres med sine 100%-eide selskaper er dels at handel primærinnsidene foretar fra eksterne på vegne av selskapet omfattes av handleforbudet og dels at en intern overføring mellom primærinnsidene til et 100%-eiet selskap ikke omfattes av handleforbudet.

En eventuell overføring av grunnfondsbevisene i Sparebanken Pluss fra Dem til Deres 100%-eide selskap vil altså ikke være omfattet av handleforbudet i vphl. § 2-3 og det er derfor ikke behov for dispensasjon fra denne bestemmelsen for å iverksette overføringen.

Ta gjerne kontakt med undertegnede dersom det skulle være noen spørsmål.

**Dispensasjon fra handleforbudet i verdipapirhandelloven § 2-3 – restrukturering for**

C:\JASS\TEMP\58027.DOC

### **rederibeskatning (brev av 18.12.00)**

*Søknaden gjelder salg av 550 aksjer i ASA fra daglig leder i forbindelse med restrukturering av med sikte på å kvalifisere for rederibeskatning fra 1. januar 2001.*

*Det er opplyst at rederibeskatningsordningen setter krav om at ASA ikke kan ha egne ansatte, samt at alle eiendeler tilknyttet kontorhold eller ansatte vil diskvalifisere for ordningen. Ansatte og diskvalifiserende eiendeler vil derfor bli overført/solgt til et nyopprettet managementselskap som vil ha en eksklusiv managementavtale med ASA. Managementselskapet vil være eiet av nøkkelpersoner i ASA inntil ekstern finansiering er på plass.*

*Overtakelsen av aktiva vil foreløpig bli finansiert med en selgerkreditt på markedsmessige vilkår fra ASA. ASA kan etter rederibeskatningsordningen imidlertid ikke gi lån til et selskap hvor eiere av ASA deltar på eiersiden. For at daglig leder skal kunne delta som eier av managementselskapet er han nødt til å selge sine aksjer i ASA. Det er opplyst at foreløpig regnskap for ASA vil bli offentliggjort 25. januar 2001 og at selskapet dermed er i en periode med handleforbud for primærinnsidere. På denne bakgrunn er det søkt om dispensasjon fra handleforbudet i verdipapirhandelloven § 2-3 slik at daglig leder kan selge sine 550 aksjer i Actinor Shipping ASA.*

*Oslo Børs gir i medhold av verdipapirhandelloven § 2-3 tredje ledd unntak fra handleforbudet i verdipapirhandelloven § 2-3 første ledd for salg av nevnte aksjer i ASA i forbindelse med restruktureringen med sikte på å kvalifisere for rederibeskatning.*

*For ordens skyld gjøres oppmerksom på at dispensasjon ikke gis eller kan gis for så vidt gjelder andre forbud og plikter knyttet til salg av aksjene, herunder forbud mot misbruk av fortrolige, kursensitive opplysninger i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd, undersøkelsesplikten etter verdipapirhandelloven § 2-1 annet ledd, eller meldeplikten i henhold til verdipapirhandelloven § 3-1.*

## **9. Diverse**

### **Vedrørende bruk av OBX indeks (brev av 22.03.00)**

*Det vises til brev av 31. januar 2000 vedrørende krav på lisensavgift for bruk av OBX som grunnlag for utstedelse av derivatkontrakter.*

*Bruken av OBX indeksen er undergitt vern både etter åndsverksloven og markedsføringsloven. I tillegg har Oslo Børs registrert varemerket "options OBX futures", som skal benyttes i tilknytning til produkter som utstedes helt eller delvis på grunnlag av OBX indeksen. Dette varemerket er undergitt vern gjennom varemerkeloven, og Oslo Børs kan dermed forby andre å benytte forvekslbare kjennetegn for egne produkter som er tilsvarende Oslo Børs' produkter.*

*OBX indeksen er omfattet av den såkalte katalogvernbestemmelsen i åndsverkloven § 43. Denne bestemmelsen gir den som har frembragt "et formular, en katalog, en tabell, et program, en database eller lignende arbeid som sammenstiller et større antall opplysninger" en enerett til å råde over hele eller vesentlige deler av arbeidets innhold. Denne eneretten medfører at Oslo Børs har anledning til å forby andre å benytte OBX indeksen som helt eller delvis grunnlag for utstedelse av derivatkontrakter med mindre det foreligger en avtale. Videre omfatter eneretten et forbud mot ettergjøring i form av kopiering av det produkt som er utarbeidet av Oslo Børs. Å benytte OBX indeksen som grunnlag for utstedelse av derivatkontrakter slik Verdipapirforetak ASA har gjort vil derfor, uten avtale med Oslo Børs, være i strid med åndsverklovens bestemmelser.*

*I henhold til åndsverkloven § 54 d) er det straffbart å fremstille arbeid i strid med blant annet § 43. Oslo Børs har ikke til hensikt å anmelde forholdet, men finner det naturlig å inngå en avtale med Verdipapirforetak ASA om bruk av OBX-indeksen, slik vi har gjort med andre verdipapirforetak som benytter OBX-indeksen i egne produkter. Den avtalen som var vedlagt vårt brev av 20. desember 1999, er akseptert og blir benyttet av andre verdipapirforetak.*

*Lisensavgiften fremgår av pkt 6 i avtalen, og vil være avhengig av hvor mange kontrakter som utstedes av verdipapirforetaket, dog oppad begrenset til NOK 110.000 pr. år. Basert på de opplysninger vi har mottatt om ad hoc omsetninger gjennom Verdipapirforetak ASA, er det utstedt så mange derivatkontrakter med OBX-indeksen som underliggende at denne grensen er overskredet.*

**Grunnfondsbevisenes plass i Oslo Børs' indeksstruktur** (brev til Sparebankforeningen av 26.04.2000)

Det vises til Deres brev av 25. januar 2000 samt presentasjon i møte 31. mars 2000 hvor De anmoder om at sparebankenes grunnfondsbevis inkluderes i børsens aksjeindekser.

Grunnfondsbevis utgjør i dag en egen indeks. Sparebankforeningens begrunnede ønske er at disse i indekssammenheng behandles som aksjer slik at de(n) største sparebankene inkluderes i totalindeksen og finansindeksen, og de øvrige i SMB-indeksen. Med den generelle fokusering flere investorgrupper har på indekser – bl a i form av indeksforvaltning – vil inkludering i aksjeindeksene kunne gi økt omsetning i grunnfondsbevis og således få økonomisk betydning for sparebankene.

Sparebankforeningen ba også i brev av 4. mai 1998 om samme endring, som vi besvarte negativt. Etter den tid er det gjort reguleringer som på visse områder har endret grunnfondsbeviserens rettsstilling. Et flertall i Banklovkommissjonen har i NOU 1998:14 foreslått at sparebanker skal kunne omdannes til aksjeselskap.

Børsens indekser er en måte å presentere markedet overfor investorene, som også utgjør del av et forretningsprodukt for børsen. Børsen vil derfor klassifisere verdipapirene på den måten som antas å gi investorene best veiledning.

Sparebankforeningens anmodning bygger på at grunnfondsbevis har så sterke likhetstrekk med aksjer at de i indekssammenheng bør likestilles.

Grunnfondsbevis har en rettslig regulering hvor deler av aksjelovgivningen er gitt anvendelse. Det er likevel viktige forskjeller mellom den rettslige posisjon aksjeeiere har i børsnoterte aksjeselskaper og grunnfondsbevisiere har i sparebanker. Den for børsen viktigste forskjell er at grunnfondsbevisierne har svært begrenset innflytelse i selskapet; kun 25 % av stemmene i sparebankenes øverste organ, forstanderskapet. Dersom et aksjeselskap gjennom vedtektsbestemmelser hadde begrenset aksjeeiernes innflytelse i samme utstrekning, ville selskapet normalt ikke tilfredsstilt kravene for børsnotering. Det vises til at børsloven § 4-3 annet ledd angir at børsnoterte selskaper med flere aksjeklasser ikke kan holde (stemmesterke) aksjeklasser utenom børsnotering. Begrenset innflytelse vil også være et forhold av betydning i forhold til børsloven § 4-3 første ledd hvorefter børsen ved avgjørelse av om et selskap kan opptas til notering skal legge vekt på forhold av betydning for om verdipapirene er egnet til børsnotering. Dispensasjon til å bare notere én av flere aksjeklasser kan bare gis i særlige tilfelle. I tråd med forarbeidene har dette stort sett bare vært aktuelt for utenlandske selskaper og da fordi selskapet er primærnotert på annen børs.

At grunnfondsbevisierne har begrenset innflytelse kan få betydning for sparebankenes praktiske muligheter for restrukturering gjennom fusjon og oppkjøp. Det kan også ha betydning for bankenes vilje til å betale utbytte, selv om dette i praksis ikke har vært noe problem.

Sparebankforeningen har hevdet at grunnfondsbevisierens innflytelse likevel tilsvarer situasjonen i enkelte børsnoterte aksjeselskaper hvor stiftelser, staten eller familiekonstellasjoner eier majoriteten eller store andeler av aksjene (eks Schibsted ASA, Narvesen ASA, Bergesen ASA, DnB) som derfor i praksis ikke omsettes. Forskjellen mellom grunnfondsbevis og slike selskaper er at i disse selskapene er også de aksjene som i praksis ikke omsettes omfattet av børsnoteringen. Disse aksjeeierne har tilsvarende rettigheter i selskapene som de øvrige, og derved direkte økonomiske insentiver knyttet til sitt eierskap og bruk av innflytelse i selskapene.

Etter børsens vurdering er innflytelse i selskapet så vesentlig del av rettighetene knyttet til børsnoterte aksjer, at det vil være lite veiledende i indekssammenheng å likestille grunnfondsbevis med aksjer. Dernest er det ytterligere forskjeller mellom grunnfondsbevis og aksjer, blant annet knyttet til retten til utbytte og eierskap til selskapet ved avvikling, som ytterligere svekker sammenligningen med aksjer.

Børsens vurdering av dette spørsmålet er bekreftet gjennom samtaler med en rekke institusjonelle investorer som er viktige brukere av indeksene.

Oslo Børs har på denne bakgrunn ikke funnet tilstrekkelig likhetstrekk mellom grunnfondsbevis og aksjer til å inkludere grunnfondsbevisene i aksjeindeksene. Etter børsens oppfatning vil en særskilt

*grunnfondsbevisindeks fortsatt være det som gir investorene best veiledning.*

*Vi takker likevel for Deres meget nyttige innspill, og ser frem til et fortsatt samarbeid om tiltak og informasjon som bidrar til å fremme omsetningen av grunnfondsbevis.*